



国信期货 2021 年投资策略报告

金融

供求边际转换

债扬股巨震

2020 年 12 月 27 日

● 主要结论

1、全面注册制已经具备条件，2020 年创业板注册制改革，注册制从“增量”走向“存量”改革。单月供给来看，2020 平均月增加 30 家，显著高于近两年的单月增加（2019 年月均增加 16 家，2018 年月均增加 8 家）。相比于以前的 IPO，2020 的 IPO 正常化，并未因为股市的波动出现 IPO 暂停等政策。2021 年国内股市有望向全面注册制推进，IPO 的速度预期显著增加，在短期层面，股市的边际供给进一步加快。

2、2021 年，中国国内经济持续上升。央行的货币逆周期调节原则下，货币政策将会进一步边际减弱。同时经济层面又需要充裕的流动性环境，货币“正常化”可能较弱。股市方面，受益于经济向好，形成“利润”估值提升，同时受到货币边际收紧而呈现压力。注册制有望全面推进，股市 IPO 速度提升，但是退市速度将会弱于上市速度，供给将更快增加。在基础面逻辑上的博弈将会导致股市大幅波动。

上证 50 成分中，非银金融（保险证券）占比高达 26.7%。由于 IH 权重较为集中在金融，上证 50 行业评分 45.7，整体上 2021 年对 IH 仍保持乐观。沪深 300 主要非银金融占比 15.9%，银行占比 13.1%，食品饮料 12.3%，银行权重已经与食品饮料相差不大。新能源车替换需求加速，疫情后国家促进消费，汽车保持乐观。银行、医药生物、家用电器、电器设备、交通运输维持中性，房地产相关行情悲观，沪深 300 行业总体平分 35.7，IF 乐观。中证 500 方面，医药板块占比较重为 13.3%，化工、有色金融、非银金融、汽车、机械设备板块保持乐观，乐观的行业合计占比并不大，合计 25.7%。由于注册制推进，2021 年新增股票数将会大幅增加，与中证 500 的中小盘形成吸金关系，可能拖累中证 500 的业绩估值。总体评分 21.2，IC 保持谨慎。

分析师：夏豪杰
从业资格号：F0275768
电话：0755-25942621
邮箱：15051@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

3、货币方面，2021 央行货币政策可能采用紧货币，宽信用的组合。2020 年疫情期间投放货币力度较大，政策较猛，中国疫情控制效果显著，经济恢复良好，导致疫情的超常规的货币措施“远超”实体经济所需，需要紧货币防止“资产泡沫”。同时由于经济复苏与全球并不同步，疫情影响具有持续性，需要“低利率”的流动性充裕环境，中长期来看，实际利率有望维持低位，国债中长期看多。



一、注册制改革推进 供给正常化

创业板注册制正式落地:

2020年4月27日创业板注册制征求意见:关于创业板改革并试点注册制实施前后相关行政许可事项过渡期安排,2020年4月27日,中央深改委审议通过了创业板试点注册制的实施方案。2020年4月27日,《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》《创业板上市公司证券发行注册管理办法(试行)》等规则已向社会公开征求意见。

2020年6月12日创业板注册制相关制度规则:2020年6月12日,证监会发布了《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》(以下简称《创业板首发办法》)《创业板上市公司证券发行注册管理办法(试行)》(以下简称《创业板再融资办法》)《创业板上市公司持续监管办法(试行)》(以下简称《创业板持续监管办法》)和《证券发行上市保荐业务管理办法》(以下简称《保荐办法》),自公布之日起施行。与此同时,证监会、深交所、中国结算、证券业协会等发布了相关配套规则。

6月15日起,深交所将开始受理创业板在审企业的首次公开发行股票、再融资、并购重组申请。

2020年8月18日最高法院若干意见:最高人民法院发布《关于为创业板改革并试点注册制提供司法保障的若干意见》(法发〔2020〕28号,以下简称《意见》)。《意见》是最高人民法院继出台设立科创板并试点注册制改革的司法保障意见后,为资本市场基础性制度改革安排而再次专门制定的又一部系统性、综合性司法文件。《意见》对于充分发挥人民法院审判职能作用,推进创业板改革并试点注册制顺利进行,保护投资者合法权益,具有十分重要的意义。

2020年8月21日《欺诈发行上市股票责令回购实施办法(试行)(征求意见稿)》:欺诈发行责令回购是科创板试点注册制改革时探索创立、新《证券法》正式确立的一项重要制度创新,是借鉴境外成熟市场实践经验的制度成果,也是注册制改革的一项重要配套措施,对于提高违法成本,维护证券市场秩序,保护投资者合法权益具有重要意义。为落实新《证券法》规定,证监会在深入研究论证、广泛听取意见、借鉴境外有益经验的基础上,研究起草了《欺诈发行上市股票责令回购实施办法(试行)(征求意见稿)》(以下简称《实施办法》),现向社会公开征求意见。

2020年8月24日创业板注册制首批企业上市:

如何看待创业注册制:创业板改革并试点注册制有何特色?与全市场实施注册制是什么关系?

创业板改革以实施股票发行注册制为主线,坚持尊重注册制的基本内涵、借鉴国际最佳实践、体现中国特色和发展阶段特征的3个原则,既充分借鉴科创板改革经验,又体现了创业板“存量+增量”改革的特点。

创业板交易特点:创业板交易机制有哪些新的变化?投资者参与创业板交易应做好哪些准备?

答:本次创业板改革系统完善了创业板交易机制,同时适用于增量公司和存量公司,有利于提高创业板整体定价效率。一是新股上市前5个交易日不设涨跌幅限制,此后日涨跌幅限制为20%。存量股票日涨跌幅限制由10%放宽至20%,相关基金也实行20%涨跌幅限制。二是新股上市首日即可纳入融资融券标的。优化转融通机制,推出市场化约定申报,允许战略投资者获配股票参与转融通出借。三是优化盘中临时停牌制度,引入盘后定价交易方式,增加价格笼子机制。

新的交易机制将于创业板试点注册制首批首发企业上市之日起施行。广大投资者在参与交易前,应当充分了解创业板交易规则的具体要求,充分了解新老交易机制的差异化安排。严格遵守交易相关法律法规和业务规则,依法依规参与交易。同时,密切关注创业板上市公司基本面,综合考虑自身风险承受能力,科学决策,理性投资。

5.15 易会满主席在2020年“5·15全国投资者保护宣传日”活动上讲话:

监管层对注册制的三原则:尊重注册制的基本内涵,借鉴国际最佳实践,体现中国特色和发展阶段特征。注册制必须坚持以信息披露为核心,使发行人在符合基本发行条件的基础上,更加注重以投资者需求为导向,真实准确完整地披露信息;投资者根据发行人披露的信息审慎作出投资决策,形成合理价



格，从而更有效发挥市场在资源配置中的决定性作用。要把借鉴国际经验和立足国情市情有机结合起来，充分考虑我国的市场情况、投融资平衡、投资者结构以及法治诚信环境，科学把握发行质量以及注册和审核的关系。要坚持市场化法治化的理念，构建起发行承销、交易、持续监管、退市和投资者保护等一整套基础制度安排，同时进一步强化发行人和中介机构责任，实施更加严格的事中事后监管和更加严厉的违法违规惩戒。

关于股市的功能：资本市场作为国民经济的“晴雨表”，既要当好“温度计”，更要做好“助推器”，积极发挥要素资源配置枢纽、政策传导枢纽、风险防范化解枢纽和预期引导枢纽等重要作用，促进科技与资本融合，带动金融和实体经济良性循环，为实体企业克服疫情影响、实现提质增效注入新动能。

法律法规：推进新证券法的贯彻实施上持续加力。这次证券法修订，涉及全面推行证券发行注册制、显著提升违法违规成本、加大投资者保护等重大基础制度的调整完善，对于提升资本市场治理能力，优化资本市场发展生态，具有里程碑意义。

市场优化：只要是市场约束比较有效的领域，就要坚决放权给市场。我们将以贯彻新证券法为契机，全面清理优化配套规章制度，加强事中事后监管；全面推行“阳光审批、透明审批”，加大各类“口袋政策”和隐性门槛清理力度；寓监管于服务之中，急企业之所急，想投资者之所想，让资本市场监管更受欢迎、更暖人心。

对财务造假等恶性违法违规保持“零容忍”：保持日常监管和稽查执法的高压态势，集中力量查办康得新、康美药业等一批市场高度关注、影响恶劣的重大财务造假案件。证监会将用好用足新证券法赋予的监管职权，加大惩处力度，强化监管震慑。一是突出执法重点，集中优势资源查办财务造假等大要案，推动一案多查，对相关上市公司、中介机构和个人从严从重处理，并及时向市场通报。二是分类施策，体现科学监管。区分实质违规与形式瑕疵，区分受疫情影响与借机造假，区分上市公司与控股股东、实控人责任，既体现监管的严肃性，又体现监管的精准性。三是以案为鉴，通过个案处置的“小切口”，进一步完善信息披露、公司治理等基础制度，强化控股股东、实控人、董监高等“关键少数”敬畏“上市”的意识，压实合规责任。进一步完善救济赔偿机制，加快推动《刑法》修订，通过代表人诉讼、行刑衔接等手段加大对中小投资者的保护。发挥市场监督、媒体监督、投资者监督等多渠道合力，健全激励约束机制。四是强化科技监管，充分利用大数据、人工智能等现代信息技术手段，不断提升监管执法效能。

统筹做好资本市场改革发展稳定重点工作，坚定不移推动资本市场高质量发展：（一）提升投资者活跃度。（二）推行注册制改革。（三）关于再融资、减持、退市等基础制度改革。（四）强化中介机构责任和能力建设。（五）坚持资本市场双向开放。（六）切实守住风险底线。

在 2019 年中国股市注册制改革，科创板试点注册制之后。国内监管理念的改变得以全面展开。2020 年创业板注册制改革，是国内试点式改革的样本。从改革从新增量向存量过度。事实上在试点注册制改革中，一二级市场较为平稳。虽然一度出现资金“炒作创业板”显现，通过监管以及官方舆论引导，及时遏制“炒作”，创业板注册制平稳运行。2020 年 9 月 9 日，新华社评：坚决遏制创业板炒小炒差“歪风”。

注册制带来一系列股市的改变，监管理念发生根本性变化。股市通过优胜劣汰更加反应经济。最显著的变化就是 IPO 的门槛大大降低，审批效率显著提高，供给显著增加。截止到 11 月份，国内上市 A 股总数已经达到 4087 家。单月供给来看，今年平均月增加 31 家，显著高于近两年的单月增加（2019 年月均增加 16 家，2018 年月均增加 8 家）。相比于以前的 IPO，今年的 IPO 正常化，并未因为股市的波动，而出现 IPO 暂停等政策。显示了注册制之后，监管理念市场化，法制化。

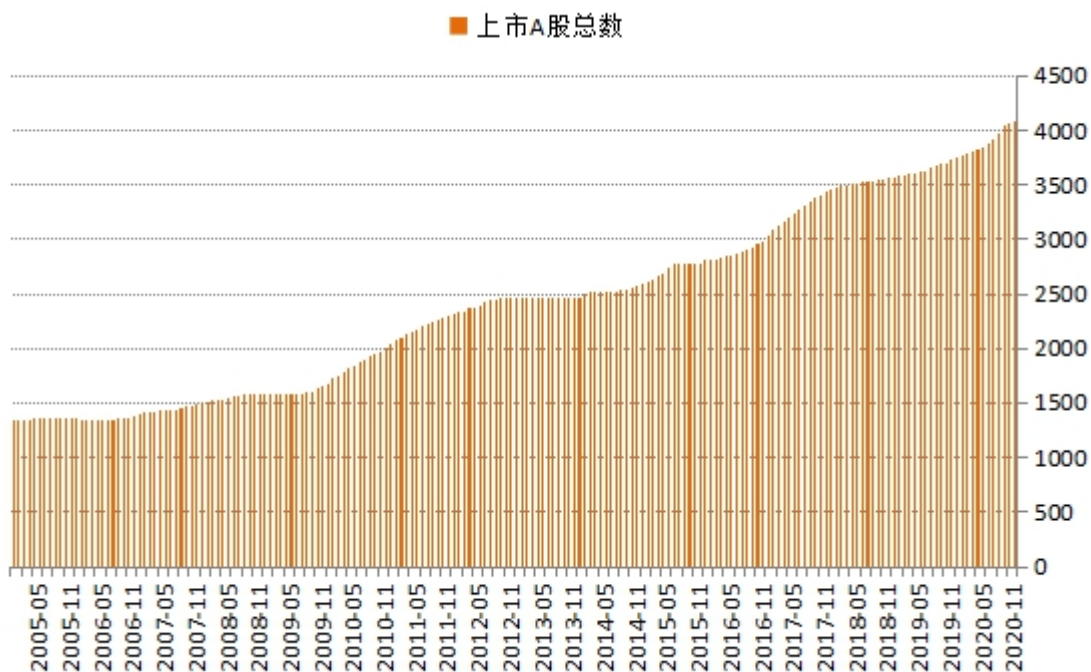
10 月 17 日：证监会主席易会满日前表示，经过科创板、创业板两个板块的试点，全市场推行注册制的条件逐步具备。证监会将深入总结试点经验，及时研究新情况、解决新问题，选择适当时机全面推进注册制改革。

2021 年中国股市有望全面注册制，国内股市将会更加多元化，上市效率将会更进一步增加。在股市供求方面，以前的审批制，“行情”对“上市节奏”存在较大的“行政判断”影响，全面注册制之后，



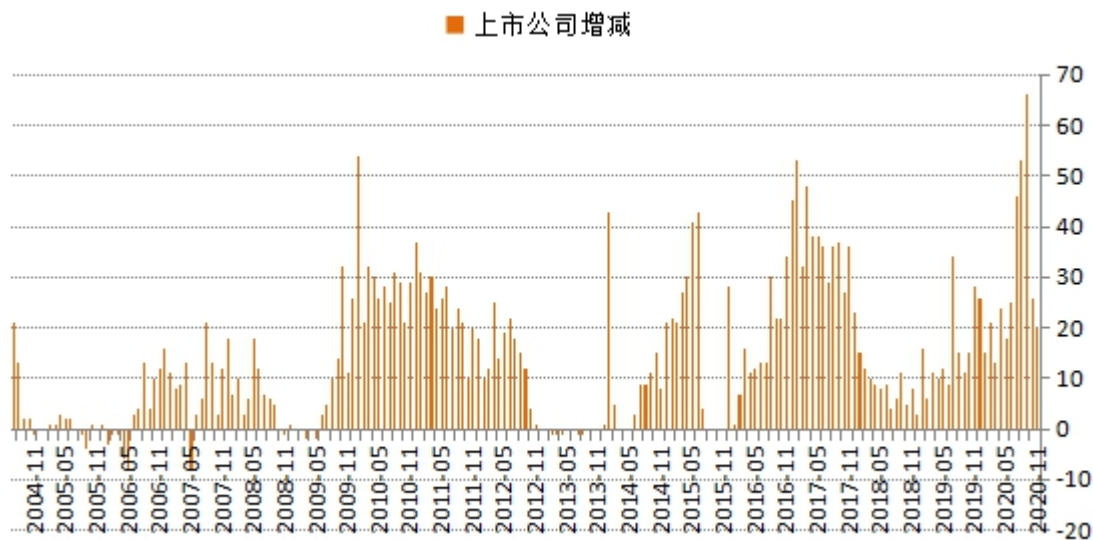
IPO 的节奏将会由市场的供求“决定”，但是效率将会显著提升。IPO 的速度增加，在短期层面，股市的边际供给增加加快。

图 1：上市公司总数



数据来源：wind 国信期货

图 2：上市公司增减



数据来源：wind 国信期货



二、疫情环境变化下的金融走势

图 3：主要指数走势



数据来源：wind 国信期货

从2020年的行情来看，国内股市跟环境变化息息相关，且事件冲击成为市场主要的动力。由于疫情冲击，导致经济结构受到影响不同，股市板块在不同的阶段走出较大的差异。从总体上，在疫情前，市场小幅上涨，疫情开盘后，股市大幅下挫，随后国内刺激政策，股市创出新高。欧美疫情导致全球大幅下跌，国内股市跟随下挫。随着美联储大幅货币投放，美股快速稳定，国内股市企稳，缓慢回升。6月底，国内传出“打造航母级”券商信息，券商板块连续飙升，推动股市创出今年新高。8月-10之后，国内股市开始调整上半年大涨的板块，市场在热点板块开始轮换。11月份市场从前期上涨的板块向银行、资源类涨幅较低的板块轮换。三大股指分化，上证50创出新高，沪深300则高位震荡，中证500高位回调。

2月3日前，国内股市情绪较为乐观。受到中国十三五收官之年完成目标的刚性，市场一致预期2020年中国的货币政策将会转向宽松，刺激经济完成十三五规划目标。国证A指在年初的4500点，上涨到了1月份高点4700点，春季前市场略有回落，但是回落幅度不大。

受到疫情影响：国证A指在2月3日跳空低开，日跌超8%，2月4日再度跳空低开当日市场快速拉升。2月份除了开盘大幅走低之外，国证A指在2月27日前仅仅出现两只阴线。主要市场动力来源于疫情收益医药、医疗医护、口罩、互联网应用等板块。5G、芯片、半导体板块延续2019年涨幅。

3月份，随着欧美疫情大幅扩散，欧美股市重挫，国内股市受到严重拖累，国证A指从3月份的高点4800点跌到4200点附近。

4月份-6月份，随着国内疫情控制效果显著，国内股市摆脱外部影响，市场逐步回升。6月底市场反弹超过了3月份的高点。

7月份，国内股市受到打造“航母级券商”信息的影响，券商板块集体飙升，在券商大涨的带动下，



股指全面飙升。仅仅5个交易日，上证50从7月1日的2950点上涨到了7月8日的3466点。沪深300从7月1日的4172点上升到了7月13日4878点。中证500则从7月1日5884点，上升到了7月13日的6899点。

7月中下旬，券商的快速回撤也引发三大股指纷纷回调。8月份之后，市场资金在板块之间出现轮换，但是从总趋势来看，资金从“大涨”板块向“小涨”板块轮换，从高估值“赛道”向“低估值”“传统”板块轮换，尤其是向银行板块轮换。经过9、10月份的震荡，在11月份，上证50、沪深300创出新高。相比于上证50、沪深300下半年继续创出新高，中证500在8月份高位震荡，9月份出现回调，10、11月份陷入窄幅区间波动。

图 4：十年国债主连



数据来源：文华 国信期货

2020年国债期货走出过山车形式，上涨的速度要远远快于回落的速度。

1月23日春节放假前，国债期货总体上行，临近年末，市场上涨速度显著加快。受益于今年十三五规划收官之年，市场预期政府将会保证经济目标，货币政策将会宽松。从而推动国债期货快速上涨，国债期货从19年12月18日的低点97.410，到节前大涨到了99.565。

2月3日至4月29日，国债期货快速飙升时期。由于疫情影响，中国央行快速启动大规模货币刺激政策，2月3日逆回购高达万亿，维持市场流动性。在央行连续降准，降息的刺激下，4月29日，国债期货飙升至103.375。

4月底，国债期货冲高之后，快速回落，4月30日-5月11日，连续五连阴，国债期货回调到了2月3日冲高后的水平。从5月到7月，国债期货继续震荡回调，将2月3日的跳空缺口回调完毕。

5月份，中国疫情基本控制，经济恢复效果显著。疫情期间央行大力度货币投放措施显著减弱，7月份之后，央行再无降息、降准。央行对外货币态度方面，已经转向“合理流动性”维持，货币态度发生转折。在经济持续回暖的货币需求上升预期下，央行的货币措施大幅减弱，货币市场利率持续走高，国债期货震荡下行。

8月份之后，国债期货虽然重心有所下移，但是幅度显著减弱，震荡区间大幅收窄。11月，国债期货



创出今年以来的新低，96.835，低于了19年10月30日的低点96.930。国债期货已经跌破，降息前启动的低点，由于央行货币政策虽然弱化，但是市场并不预期央行转为加息周期，从长期来看，市场仍然预期利率处于降息周期。导致国债形成“短空长多”的逻辑，国债期货陷入震荡。

三、财政货币政策动态变化

3.1 疫情后多渠道货币投放措施:

2月1日：中国人民银行 银保监会 证监会 外汇局关于做好春节假期后金融服务工作的通知

2月2日：为维护疫情防控特殊时期银行体系流动性合理充裕和货币市场平稳运行，2020年2月3日中国人民银行将开展1.2万亿元公开市场逆回购操作投放资金，确保流动性充足供应，银行体系整体流动性比去年同期多9000亿元。

2月7日：支持疫情防控相关财税政策、缓解小微企业融资难融资贵发布会实录

保持金融体系充足的流动性。按照国务院金融委会议要求，2月3日和4日，人民银行超预期开展公开市场操作，两天累计投放流动性1.7万亿元，保持疫情防控特殊时期银行体系流动性的合理充裕，发出加大逆周期调节力度的信号，稳定市场预期。

强化对疫情防控的金融支持，保障民生和支持实体经济的稳定发展。2月1日，人民银行会同财政部、银保监会、证监会、外汇局联合出台了30条政策措施，要求银行、证券、保险等各类金融机构积极改进金融服务，开设支付、国库、外汇、现金、信贷、金融基础设施的服务通道，简化业务流程，减免相关费用，保持金融服务的连续性和便利性。人民银行设立3000亿元专项再贷款，实施优惠贷款利率，加强对重要医用、生活物资重点企业的金融支持。继续加大对小微、民营企业和制造业等重点领域的金融支持，增加信用贷款和中长期贷款，降低综合融资成本。对受疫情影响暂时遇到困难的企业，不盲目抽贷、断贷、压贷。

人民银行采取措施便利金融机构发行债券支持疫情防控。

人民银行召开电视电话会议部署专项再贷款支持疫情防控工作。

2月8日：财政部 发展改革委 工业和信息化部 人民银行 审计署关于打赢疫情防控阻击战 强化疫情防控重点保障企业资金支持的紧急通知。

2月15日：金融系统全力支持抗击疫情和恢复生产新闻发布会。开设支付清算绿色通道，确保资金及时划拨到账，强化现金供应和流通管理，切实保障现金使用安全，确保金融科技和重要金融基础设施持续安全运行。

小微企业的政策：首先监管规则有较强的稳定性，是审慎监管的最低要求，其主要目的是确保金融机构具备风险抵御能力，维护金融体系稳定，不因外界的变化而随意变化。其次，在一定时期，银行经营环境发生突然变化，特别是受不可抗力力的影响，银行会面临着监管指标达标的压力。第三，作为监管部门，银保监会对受疫情影响较大、较为严重地区的银行，我们也会采取实事求是的态度，充分考虑疫情的客观影响，适当提高监管容忍度，对于监管指标达标给予一定的宽限期，或者在监管措施上作出一些灵活的安排。

2月24日：统筹疫情防控和经济社会发展工作情况发布会。人民银行召开会议学习贯彻习近平总书记统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议上的重要讲话精神。

2月26日：人民银行召开电视电话会议部署金融支持中小微企业复工复产工作。



2月27日：支持中小微企业发展加大对个体工商户扶持力度发布会。

3月4日：金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会。

3月17日：人民银行召开电视电话会议进一步部署运用再贷款再贴现支持复工复产工作。

4月3日：中国人民银行决定于2020年4月对中小银行定向降准，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率。

4月3日：增加地方政府专项债规模和强化对中小微企业普惠性金融支持有关情况发布会。

5月16日：2020年第10期《求是》杂志刊发中国人民银行行长易纲文章《用好金融支持政策 推动疫情防控和经济社会发展》

5月25日：2018年以来央行降准10次，发挥了支持实体经济的积极作用

6月1日：进一步对中小微企业贷款延期还本付息 加大小微企业信用贷款支持力度 强化稳企业保就业金融支持。

6月2日：金融支持稳企业保就业新闻发布会。

6月18日：加快恢复国民经济正常循环 继续深化金融体系改革开放。

8月3日：人民银行行长易纲到人民银行营业管理部调研并召开金融支持稳企业保就业工作座谈会。

8月21日：“金融支持保市场主体”系列新闻发布会（第一场）

9月11日：“金融支持保市场主体”系列新闻发布（第二场）

9月14日：国务院政策例行吹风会“服务实体经济明确金融控股公司准入规范有关情况”

9月17日：刘国强副行长就金融支持稳企业保就业等工作在上海调研并召开座谈会

9月17日：“金融支持保市场主体”系列新闻发布会（第三场）

9月30日：中国人民银行 银保监会发布《关于建立逆周期资本缓冲机制的通知》

10月21日：坚持稳健的货币政策 坚定支持保市场主体稳就业——中国人民银行行长易纲在2020金融街论坛上的讲话

坚持稳健的货币政策，坚持和完善应对疫情中一些行之有效的结构性金融政策，助力完成全年发展目标任务一是货币政策更好适应经济高质量发展的需要。二是稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。

货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。尽可能长时间实施正常货币政策，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线，为经济主体提供正向激励，总体上有利于经济社会的可持续发展，有利于人民币资产的全球竞争力，帮助我们利用好两个市场、两种资源。在今年抗疫的特殊时期，宏观杠杆率有所上升，明年GDP增速回升后，宏观杠杆率将会更稳一些。货币政策需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之在长期维持在一个合理的轨道上。

11月19日：“金融支持保市场主体”系列新闻发布会（第四场）。

央行在货币投放措施方面，从疫情后的积极刺激政策，到6月份转为执行政策。10月份之后，央行的货币态度已经从积极投放到维持市场流动性，开始平衡经济增长与货币投放之间的关系。

3.2 财政政策：



2月7日：支持疫情防控相关财税政策、缓解小微企业融资难融资贵发布会实录

在资金保障方面，截至2月6日下午5点，各级财政共安排疫情防控资金667.4亿元，实际支出284.8亿元。其中，中央财政共安排170.9亿元，主要包括：疫情防控专项补助57亿元，含对重点疫区湖北省补助的18亿元；基本公共卫生服务和基层疫情防控资金99.5亿元；对科研、物资储备等经费也足额作了安排。目前看，各地疫情防控经费是有保障的，中央财政正在根据疫情发展态势和防控需要，继续做好经费的保障工作，并管好用好资金。

在政策保障方面，截至2月6日，财政部会同有关部门已经出台十余条财税支持措施。主要有：

一是明确患者治疗费用。对确诊患者个人负担费用实行财政兜底，中央财政补助60%；对疑似患者，由就医地制定财政补助政策，中央财政视情给予适当补助。二是明确对参加疫情防控的工作人员，可享受工伤待遇保障政策。三是明确对参加疫情防控工作的一线医疗卫生人员，中央财政给予定额临时性工作补助。四是针对疫情防控物资的政府采购，简化审批程序，打通物资供应的“绿色通道”。五是明确对代储企业紧缺医疗物资周转储备资金的银行贷款贴息方案。六是明确对捐赠用于疫情防控的进口物资免征进口关税和进口环节增值税、消费税。七是明确对卫生健康部门组织进口的防控物资免征进口关税。八是各级政府性融资担保、再担保机构对受疫情影响较大的企业，取消反担保要求，降低融资担保和再担保费；对受疫情影响严重地区的融资担保、再担保机构，国家融资担保基金减半收取再担保费。九是明确对感染新冠肺炎的个人创业担保贷款，可展期一年，继续享受财政贴息政策。十是明确中央财政对疫情防控重点保障企业给予贴息支持。

前天国务院常务会议决定，在前期针对疫情防控已出台各方面措施的基础上，再推出一批支持保供的财税金融政策。包括以下几个方面：

一是对疫情防控重点物资生产企业为扩大产能新购置的相关设备，允许一次性计入当期成本费用在企业所得税税前扣除。二是对纳税人运输疫情防控重点物资取得的收入，免征增值税。三是对疫情防控重点物资生产企业，全额退还2020年1月1日后增值税增量留抵税额。四是对与新型冠状病毒相关的防控产品，免收医疗器械产品注册费；对治疗和预防新型冠状病毒感染的肺炎药品，免收药品注册费。五是对受疫情影响较大的交通运输、餐饮、住宿、旅游等行业企业，亏损结转年限在现行结转5年的基础上，再延长3年。六是对纳税人提供公共交通运输服务、生活服务，以及快递收派居民必需生活物资取得的收入，免征增值税。七是免征民航企业缴纳的民航发展基金。八是企业和个人通过公益性社会组织等或直接向医院捐赠用于疫情防治的医用物资等物品，允许在缴纳所得税前全额扣除。对单位和个体工商户无偿捐赠用于疫情防治的货物，免征增值税、消费税、城市维护建设税、教育费附加和地方教育附加。九是对参加疫情防治工作的医务人员和防疫工作者，按照政府规定标准取得的临时性工作补助和奖金，以及单位发给个人用于预防的药品、医疗用品和防护用品等实物，不计入工资、薪金收入，免征个人所得税。十是加大金融贷款贴息支持力度。增加贴息资金规模，改按疫情防控重点保障企业实际获得贷款利率的50%给予贴息，确保企业实际融资成本低于1.6%。十一是鼓励企业保质保量增加紧缺的重点医疗防控物资生产，对企业多生产的重点医疗防控物资，全部由政府兜底采购收储。

3月2日：银保监会 人民银行 发展改革委 工业和信息化部 财政部关于对中小微企业贷款实施临时性延期还本付息的通知。

6月1日：中国人民银行 银保监会 发展改革委 工业和信息化部 财政部 市场监管总局 证监会 外汇局关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见

中国人民银行 银保监会 财政部 发展改革委 工业和信息化部关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知

中国人民银行 银保监会 财政部 发展改革委 工业和信息化部关于加大小微企业信用贷款支持力度的通知



8月12日：国务院办公厅关于进一步做好稳外贸稳外资工作的意见。

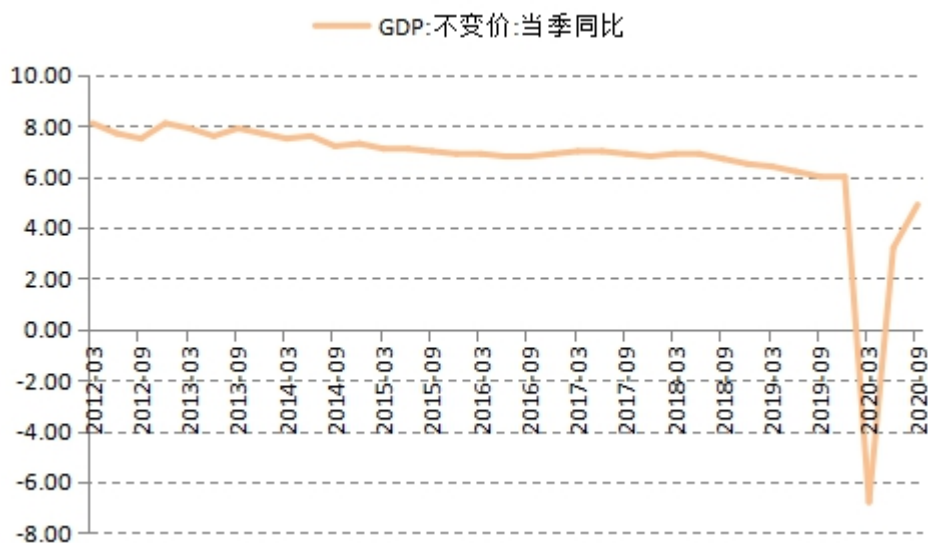
9月21日：国务院办公厅关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见。

2020年全年，财政政策一直保持积极的财政政策更加积极有为的态度。

四、随疫情演变的经济与货币

2020年新冠疫情直接打乱了经济正常节奏，在正常的经济情况下，近年来国内经济GDP增速持续回落，但是回落的幅度相对较慢。2019年，第一季度GDP同比6.4%，第三季度、第四季度GDP回落到了6.0%。受到新冠疫情影响，2020年第一节度，国内GDP大跌到-6.8%。随着国内财政、货币政策快速转为刺激经济，以及国内严格控制疫情的状况下，国内疫情控制效果在4月份已近被遏制，5月份基本上恢复良性状态，国内经济则快速复苏。第二季度则转正3.2%。转为下半年，国内大刺激政策影响下，局部城市房价快速飙升，央行的货币态度从前期大刺激，转为“精准刺激”，货币态度转为“维持货币流动性充足环境”。国内经济在第三季度持续上升到了4.9%。市场预期今年全年GDP为正，鉴于今年第一季度的基数较低，2021年第一季度GDP有望大幅增加。

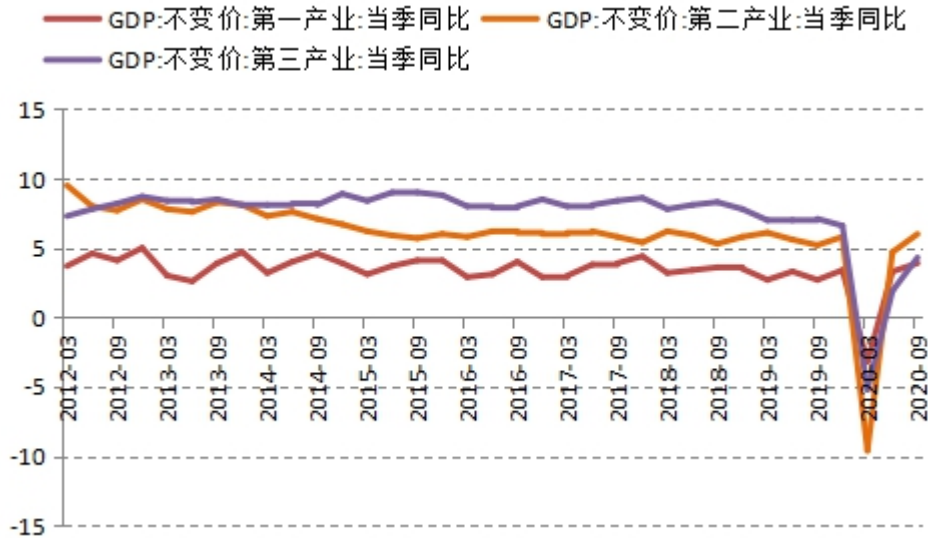
图 5：中国 GDP



数据来源: wind 国信期货

疫情对 GDP 的冲击结构性较为显著：由于第一产业本身在第一季度相对较弱，第一季度第一产业冲击也相对较小，第一产业第一季度 GDP 为-3.2%，第二季度回升到了 3.3%，第三季度为 3.9%，第一产业增速基本上恢复到正常水平。疫情控制停止社会活动对第二、第三产业影响显著，第二产业第一季度 GDP 为-9.6%，其后恢复的速度也相对较快，第二季度回升到了 4.7%，第三季度为 6%，已经高于 19 年的水平。疫情对第三产业的影响较为持久，由于“社交”活动“不同程度上受到限制”，第三产业在第一季度下滑 5.2%，第二季度回升到了 1.9%，第三季度回升到了 4.6%，显著低于 19 年的 7% 的水平。

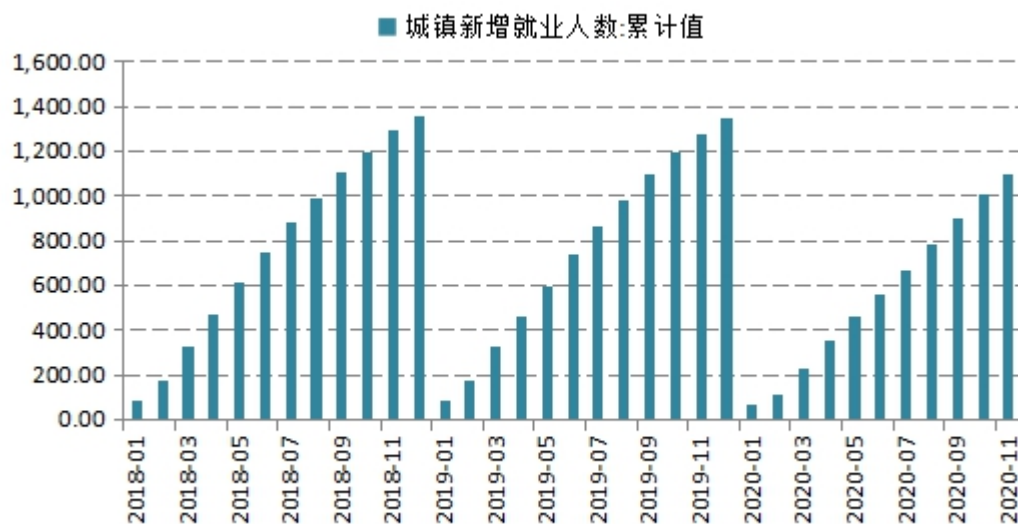
图 6：中国 GDP-三大产业



数据来源: wind 国信期货

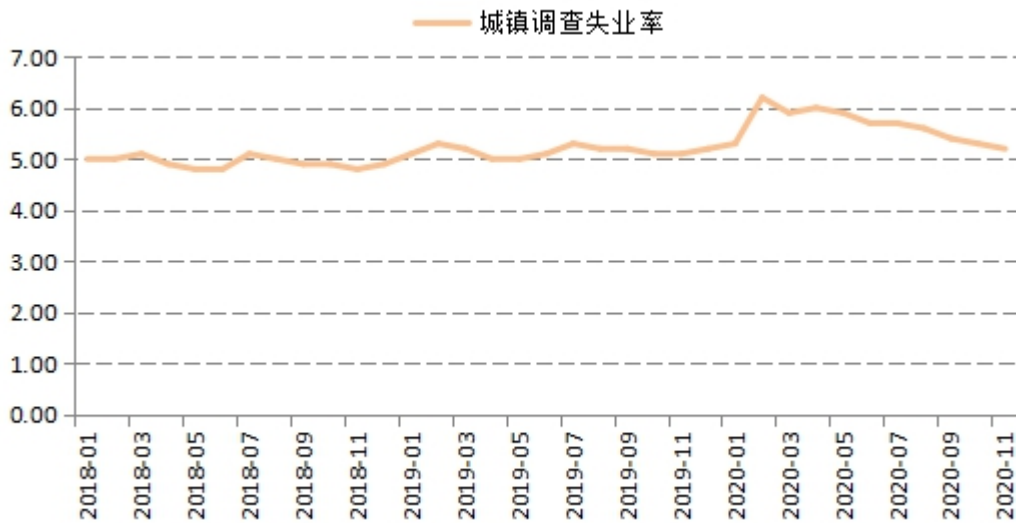
由于疫情的特殊性,相比于“经济”,政府更加关注就业。本身由于经济活动受到限制,导致“经济非正常运行”,但是就业涉及社会问题。稳定就业是政府重中之重。在疫情后,政府推出积极的财政、货币政策,稳定就业。截止到11月份,城镇新增就业人数已经达到1099万,显著少于2019年的1279万,已经完成今年政府目标。受到疫情影响,2月份城镇调查失业率快速上升了一个点,从1月份的5.3%,上升到了6.2%。随着政府保就业措施的出台,城镇调查失业率在上半年并未恶化,3月份为5.9%,4月份为6%,5月份为5.9%,下半年,失业率显著好转,6、7月份为5.7%,到10月份已经下降到了5.3%,11月份城镇调查失业率继续降低为5.2%。仅仅略高于去年同期(5.1%)。中国的控制疫情与维持就业稳定的政策快速扭转了疫情所带来的冲击,但是由于海外的不同步性,不同国家的人员交往仍然处于限制状态。

图7: 城镇新增就业人数



数据来源: wind 国信期货

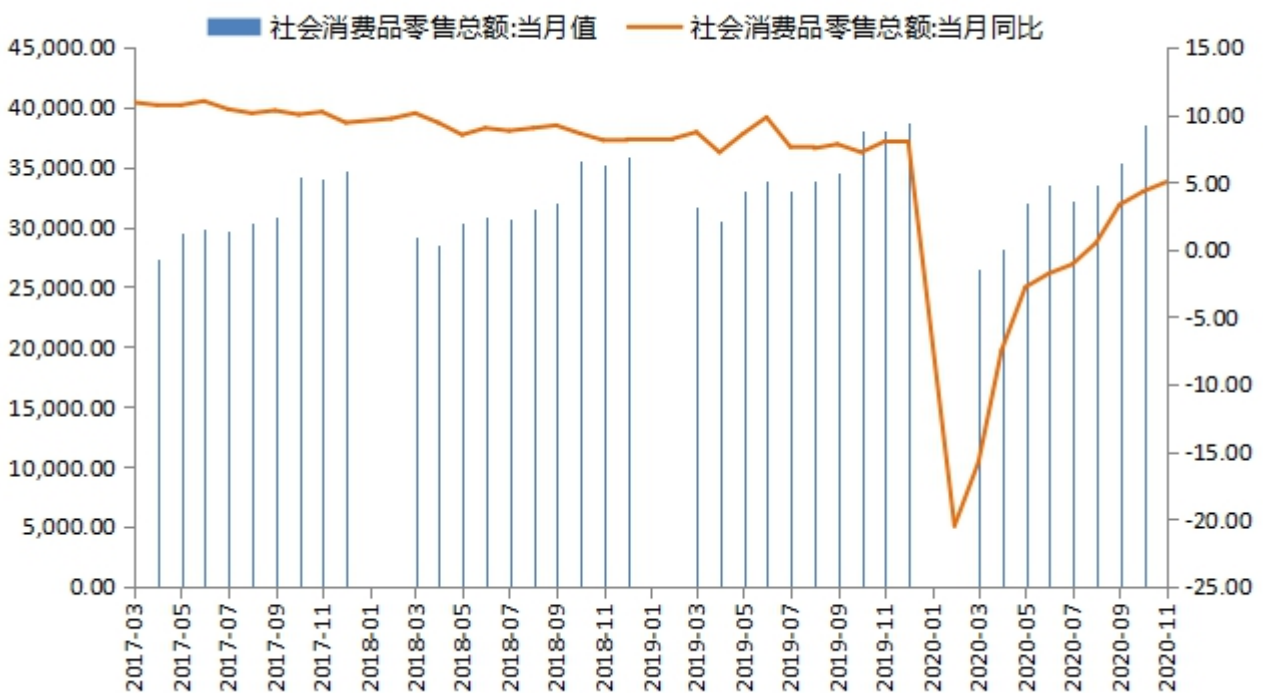
图8: 调查失业率



数据来源: wind 国信期货

2020 年消费一样受到疫情的影响, 2 月份社会消费品零售总额同比大幅下降 20.5%, 3 月份仍然处于疫情控制严格期, 同比下降 15.8%。4 月份国内疫情控制有序放开, 消费快速回升, 同比为-7.5%。随着疫情控制效果较好, 五月份之后, 大部分社会活动回归有序化, 5 月份消费同比已经回升到了-2.8%, 7 月份回升到-1.1%, 8 月份已经转正为 0.5%。由于消费制约于收入增长, 当消费从“社会活动”转为基本所需, 到放开所需, 5 月份之前消费快速回升。下半年, 经济逐步正常化, 消费受到收入制约的因素逐步凸显, 虽然国内疫情控制较好, 经济回暖正常, 但是居民收入的增速并不显著回归正常。下半年消费的回升速度减弱, 9 月份回升到了 3.3%, 10 月份回升到 4.3%, 11 月上升到 5%。远远低于去年同期(19 年 10 月为 7.2%)。

图 9: 消费

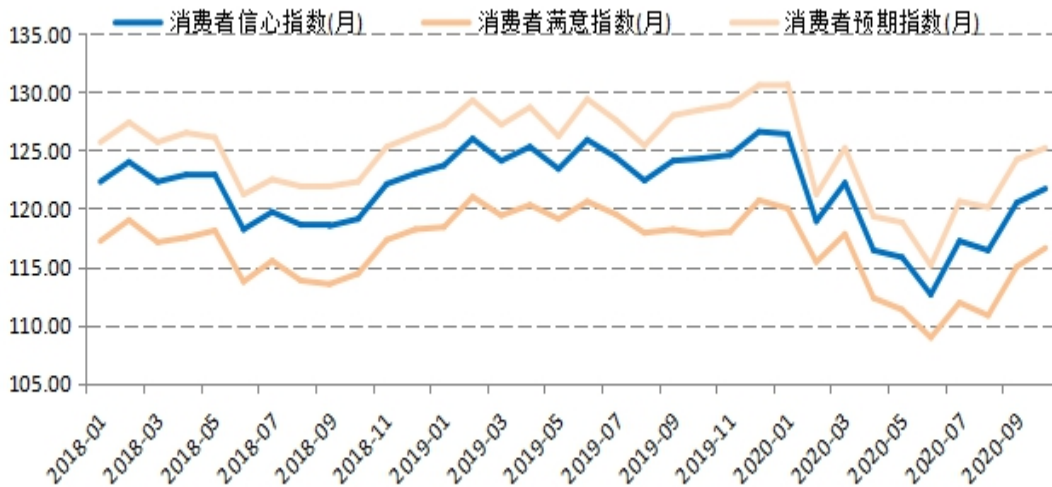




数据来源: wind 国信期货

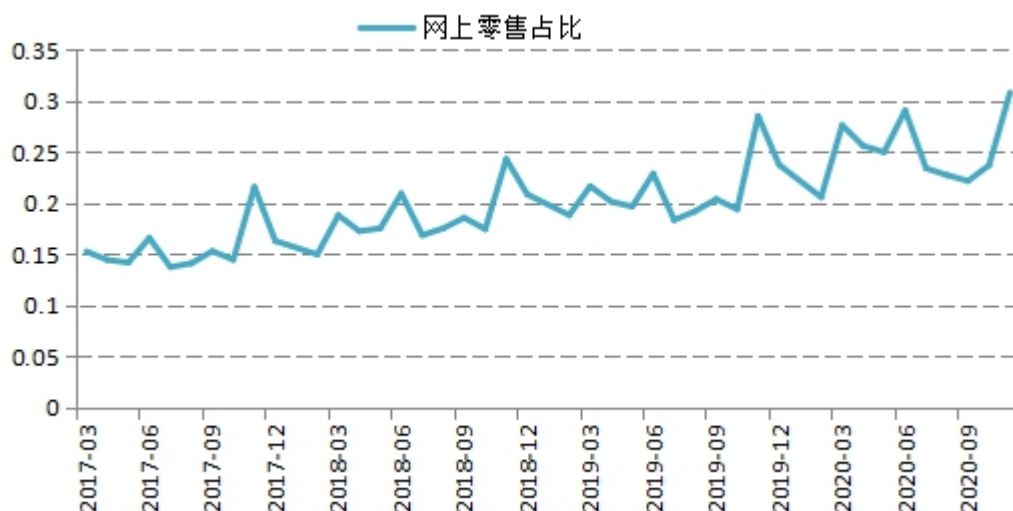
疫情直接打乱了经济节奏,叠加春节本身需求,社会消费品“短期供不应求”,消费满意度大幅下降。2月份消费信心指数下降到118,满意指数下降到了115,预期指数下降到121。虽然经济在5月份之后企稳逐步回归政策,但是消费者信心指数仍延续下挫的惯性,8月份下滑至低点116。9月份快速回升到了120,11月份为121,消费信心基本恢复正常。消费满意度指数、消费者预期指数也同步在9月份之后回归正常水平,但是整体上仍然低于去年。疫情期间,生活方式发生较大的变化,网上零售快速升温。3月份,实物商品网上零售占比高达27%,6月份高达29%,随着下半年社会活动进一步放开,9月份实物商品网上零售占比回落到了23%,10月份为22%,11月份占比高达30%。疫情加速了网上零售的速度,去年单月占比在20%以下。

图 10: 消费信心指数



数据来源: wind 国信期货

图 11: 实物商品网络销售占比



数据来源: wind 国信期货

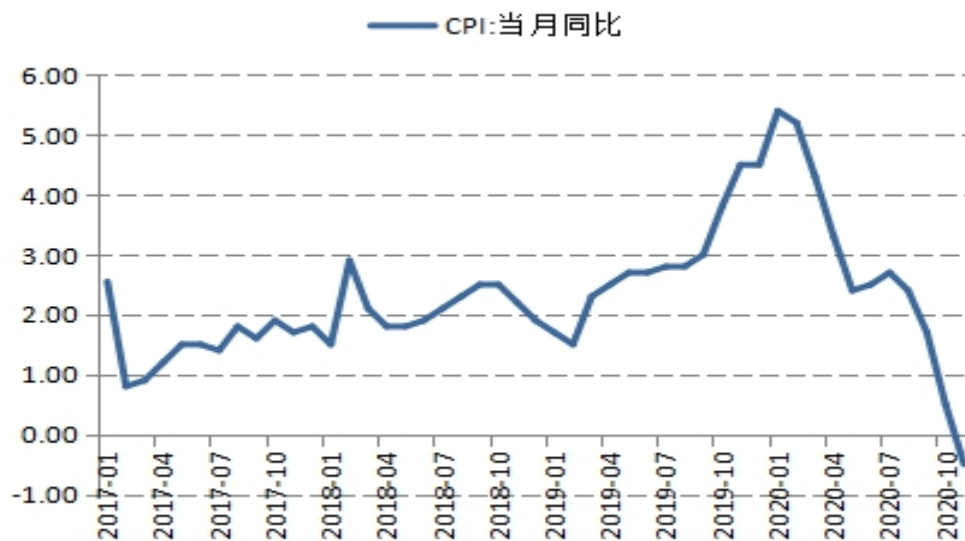


国内 CPI 在 2020 年走出过山车形式，年初，受到春节已经疫情的双重影响。需求更加刚需，而供给快速减少。CPI 快速飙升，2 月份 CPI 已经上涨到了 5.2%，由于去年 CPI 上涨导致的基础较大。3 月份随着疫情保证供给的政策落地，CPI 逐步回落，下降到了 4.3%，从趋势上看，CPI 在 2 月份达到顶点之后一直回调。9 月份 CPI 低于 2%，10 月份 CPI 下降到了 0.5%，11 月份下降到了 -0.5%。

从分项上看，食品类大涨是 CPI 的主要贡献力量。猪肉供给在年初持续短缺，且疫情影响后，食品类全面大涨。1 月、2 月份食品类 CPI 大涨 20.6%、21.9%，4 月份，随着疫情控制效果显著，供给正常化，食品类 CPI 快速回落。食品类 CPI 从 3 月份的 18.3% 快速下降到 4 月份的 14.8%，此后食品类 CPI 均保持快速回落态势，10 月份食品类 CPI 回落到了 2.2%，11 月份为 -2%。非食品类也在疫情期间上涨，但是幅度较小，为 1.6%，到 7 月份，非食品类已经保持不涨，CPI 为 0，9、10 月份非食品类 CPI 均维持在 0%，11 月份转为 -0.1%。

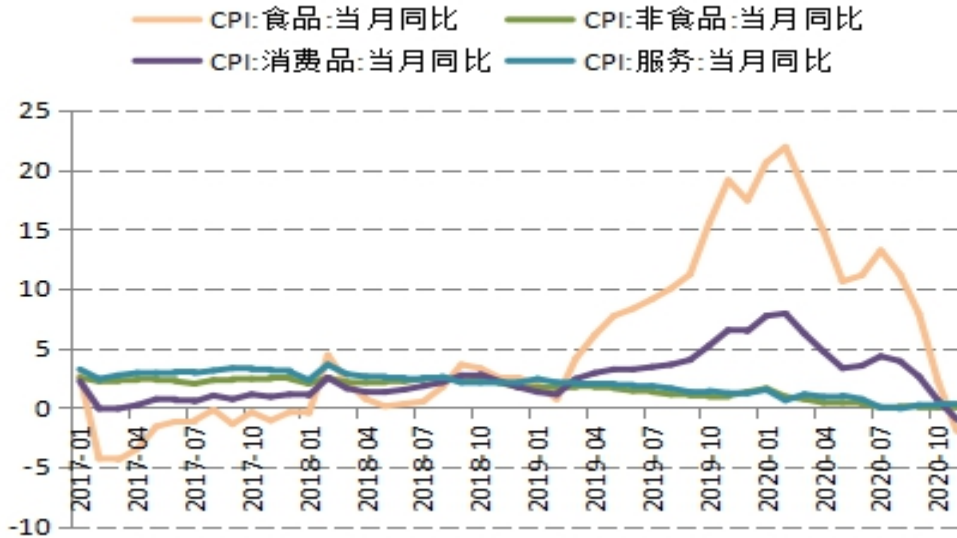
食品烟酒、医疗保健受到疫情影响较大，在疫情期间均出现显著上涨，6 月份之后均初步回落。食品烟酒 CPI 从 2 月份的 16%，下降到 11 月份的 -0.7%，医疗保健从 2 月份的 2.2% 下降到 11 月份的 1.5%。居住类、交通类受到冲击较大，居住 CPI 从 3 月份 -0.1% 下降到了 11 月份的 -0.6%，交通和通讯 CPI 全年为负。3 月份为 -3.8%，4、5 月份持续萎缩，5 月份为 -5.10%，6 月份之后略有好转，10 月份、11 月份持续为 -3.9%。

图 12: CPI



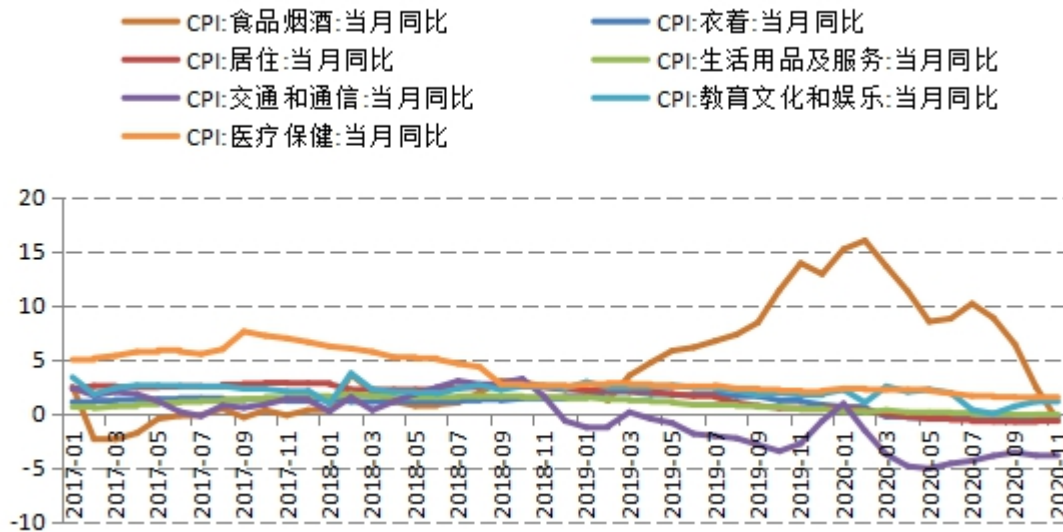
数据来源: wind 国信期货

图 13: CPI-分项 1



数据来源: wind 国信期货

图 14: CPI-分项 2



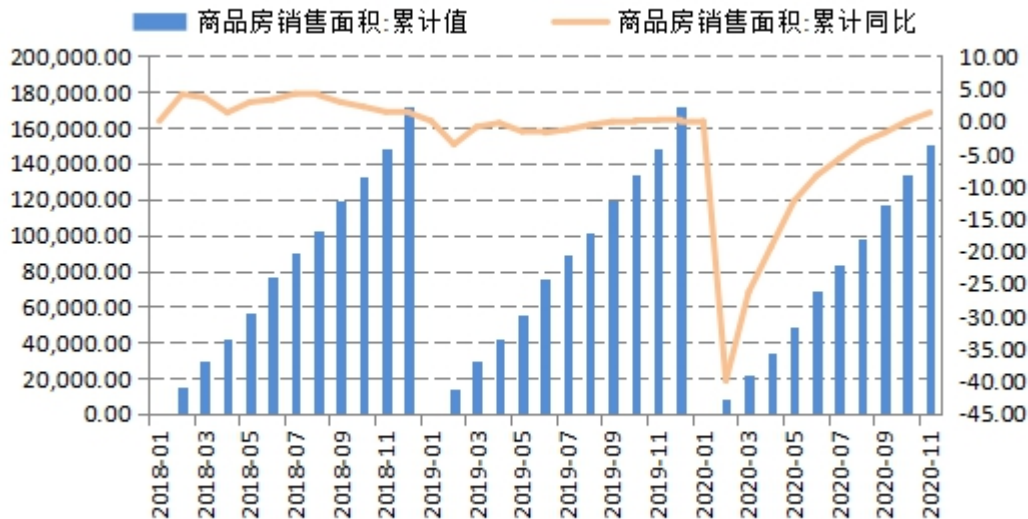
数据来源: wind 国信期货

虽然今年疫情原因,疫情期间“交易被限制”,商品房销售显著下滑。在中国总体上“房住不炒”的大基调下,今年商品房销售呈现快速回升显现。2月份累积同比大跌39.9%,商品房销售面积仅8千万平方米,此后商品房销售面积逐步增加,6月份单月增加2万万平方米。上半年虽然总体上商品房销售面积相对较弱,但是局部地区出现房价快速拉升现象。尤其是“杭州”“深圳”的住房市场,“打新”成为市场的火热现象。市场局部过热现象凸显。下半年抑制过热现象成为地方政府关注事件。7月份之后,商品房单月销售面积均低于2万万平方米,截止到10月份,商品房销售面积累积13.3万万平方米,已经超过去年同期43万平方米,商品房累积同比回升到0%。

疫情状态下,对固定资产投资一样显著。2月份固定资产投资累积同比大幅下挫24.5%,随着国内疫情控制,资产投资快速好转,4月份已经回升到了-10.3%,9月份已经转正0.8%,10月份为正1.8%,11月份累积回升到了2.6%,累积投资显著好转。房地产开发投资完成额一样具有显著效应,2月份累积同比-16.3%,相比于总体投资,房地产投资完成较快,6月份已经转正1.9%,此后房地产开发投资完成额累积不断上行,10月份上升到了6.3%,11月份上升到了6.8%,仍然低于去年10%的水平。

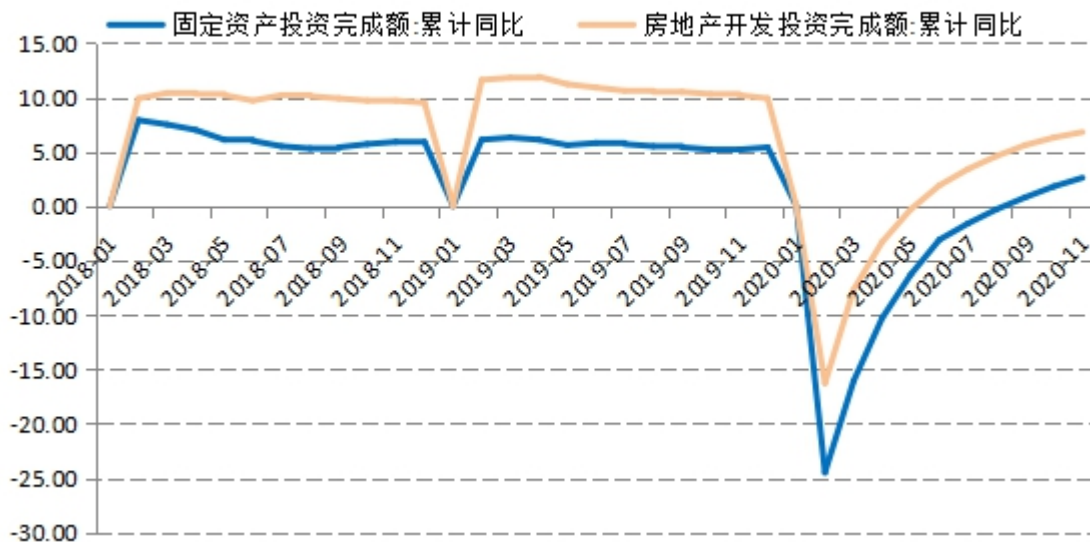


图 15: 房地产销售



数据来源: wind 国信期货

图 16: 房地产开发与固定资产投资



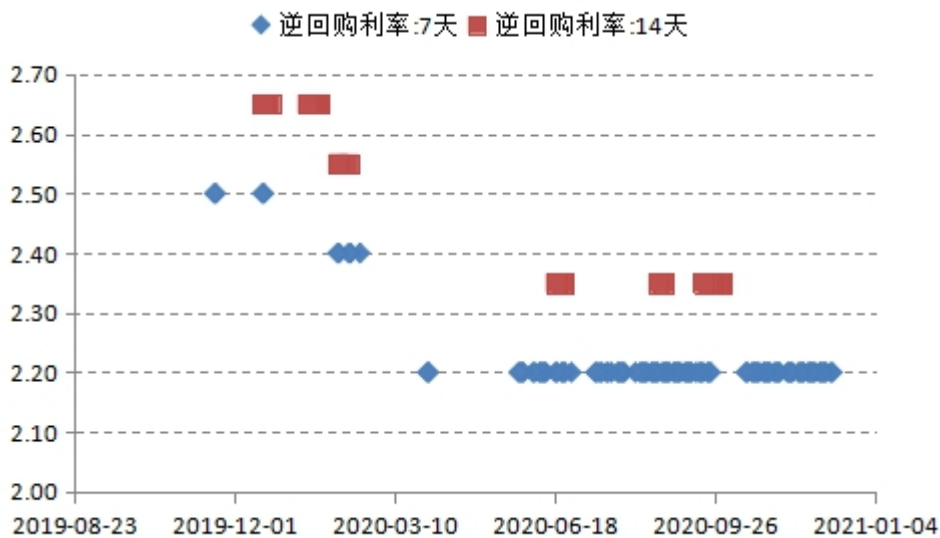
数据来源: wind 国信期货

2020 年是十三五规划的收官之年, 随着 GDP 转为中高速增长, 2020 年市场预期将会适当宽松刺激经济。1 月 6 日, 央行下调准备金中小型存款类金融机构至 10.5%, 大型存款类金融机构至 12.5%。由于疫情影响, 中国快速转为积极的货币刺激政策: 在 4 月 15 日, 再度下调中小型存款类金融机构至 10%, 5 月 15 日下调中小型存款类金融机构至 9.5%。利率引导方面, 2 月 3 日同时下调 7 天逆回购利率至 2.4%, 下调 14 天逆回购利率至 2.55%; 3 月 30 日, 再度下调 7 天逆回购利率至 2.2%; 6 月 19 日下调 14 天逆回购利率至 2.35%。引导市场利率 1 年期 LPR 下降至 3.85%, 5 年期 LPR 下降至 4.65%, 央行集中在上半年降息, 降



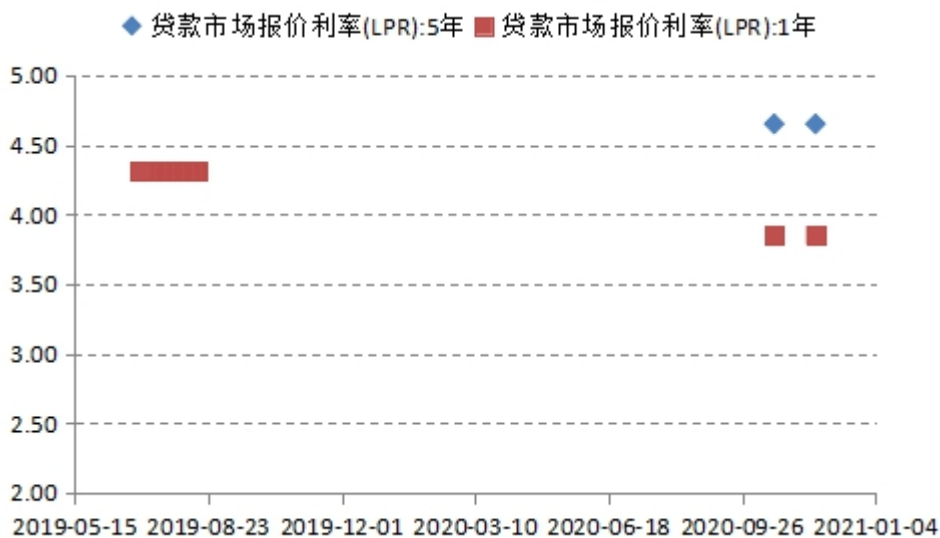
准。

图 17: 逆回购利率



数据来源: wind 国信期货

图 18: LPR



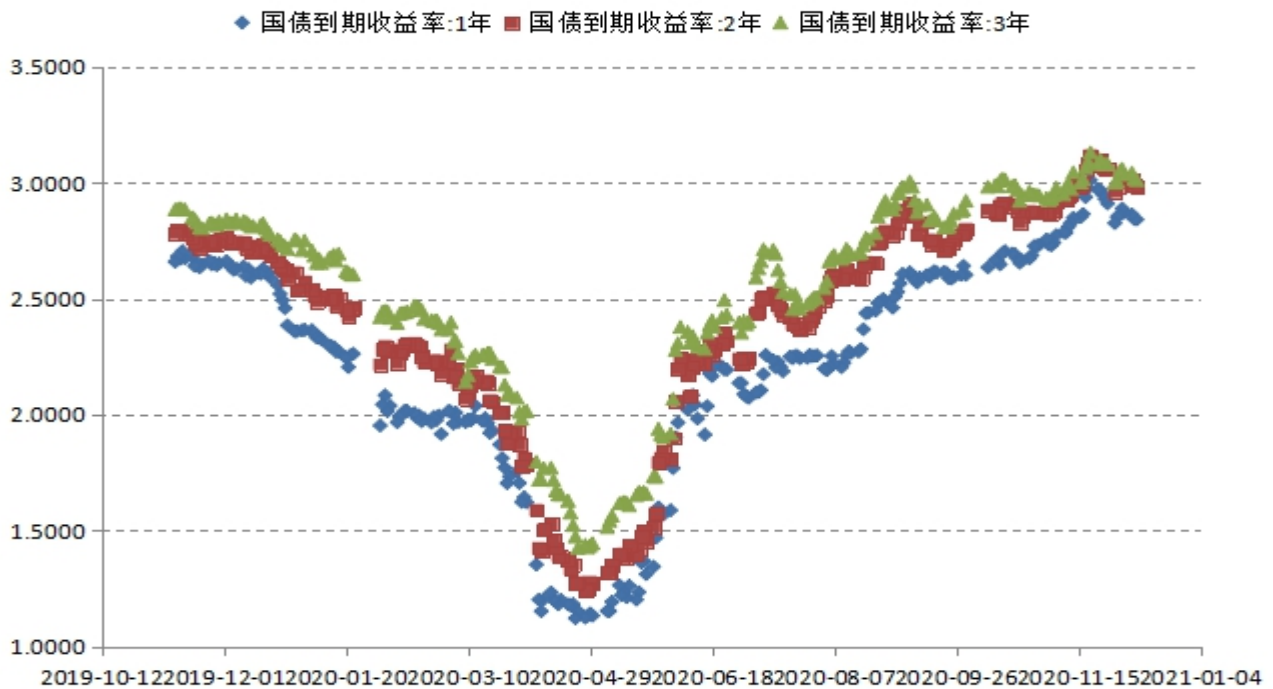
数据来源: wind 国信期货

受到疫情冲击,央行的货币措施快速转为刺激宽松。在这种政策激励下,国债到期收益率3月-4月期间快速下降。截止到4月底,1年期国债到期收益率跌至1.1412%,2年期国债到期收益率跌至1.2769%,3年期国债到期收益率跌至1.4340%;5年期国债到期收益率跌至1.7961%,7年期国债到期收益率跌至2.3087%,10年期国债到期收益率跌至2.4851%。5月份之后,随着国内疫情控制效果显著,经济生产活动快速恢复,货币需求快速上升,但是央行的力度的货币投放措施却停止,仅仅进行小规模 of 公开市场操作。货币市场边际供求转变较大,5月份时候,国债到期收益率显著回升,8月,国债到期收益率已经回升到了年初1月份的水平:1年期国债到期收益率回升至2.2189%,2年期国债到期收益率回升至2.6010%,3年期国债到期收益率回升至2.6883%;5年期国债到期收益率回升至2.8358%,7年期国债到期收益率回升至3.0496%,10年期国债到期收益率回升至2.9867%。随着国债收益率回升到降息前的水平,经济持续



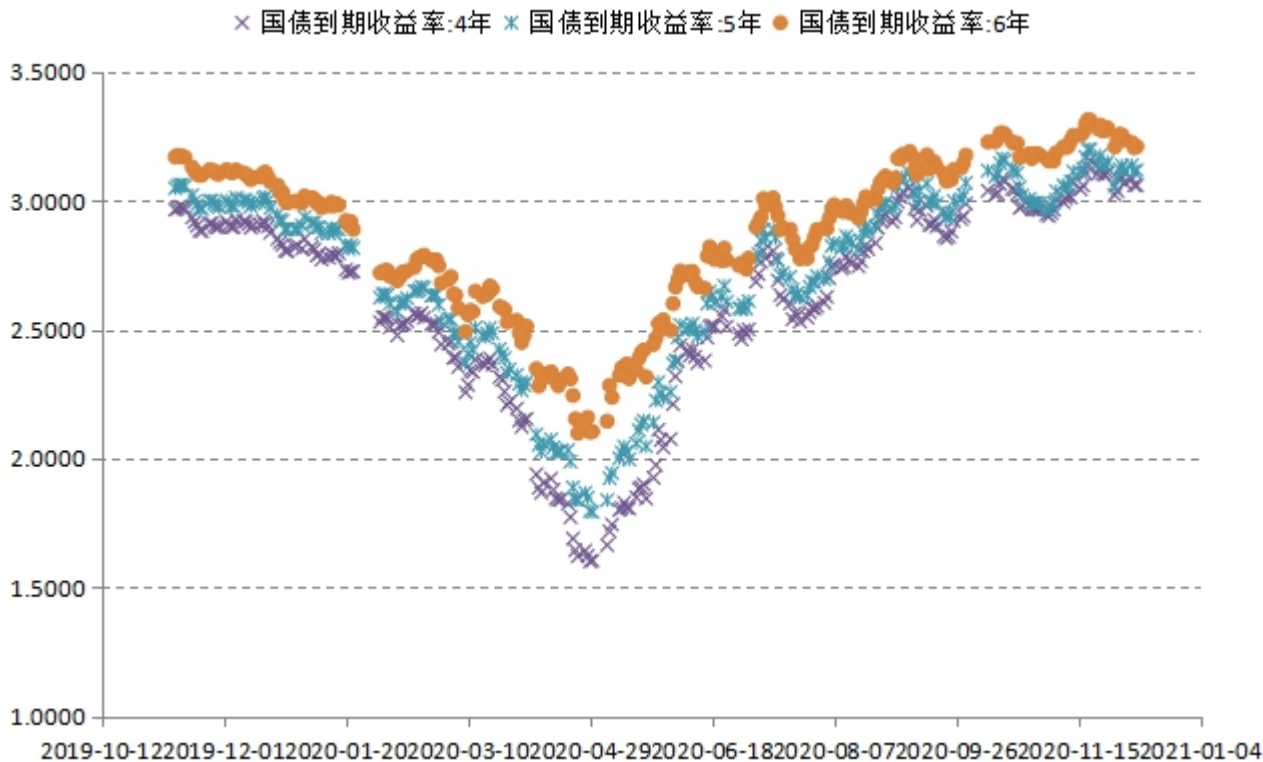
回暖，央行的货币态度持续维持宽松流动性，利率继续回升，但是幅度有所减弱，12月之后，国债到期收益率出现回落现象，但是整体上依旧高于1月份的水平。在央行促进实体经济利率下行的措施下，2020年金融机构人民币贷款加权平均利率显著下降，一般贷款加权利率从第一季度的5.48%，下降到第二季度的5.26%，第三季度略有回升至5.31%。票据融资利率从2.94%下降到第二季度的2.85%，下半年的货币贷款压力企业承担较大，第三季度回升到了3.23%。个人住房贷款利率方面，2020年整体保持下行，第一季度5.6%，第二季度5.42%，到第三季度下降到了5.36%。

图 19: 国债到期收益率（中证报价）



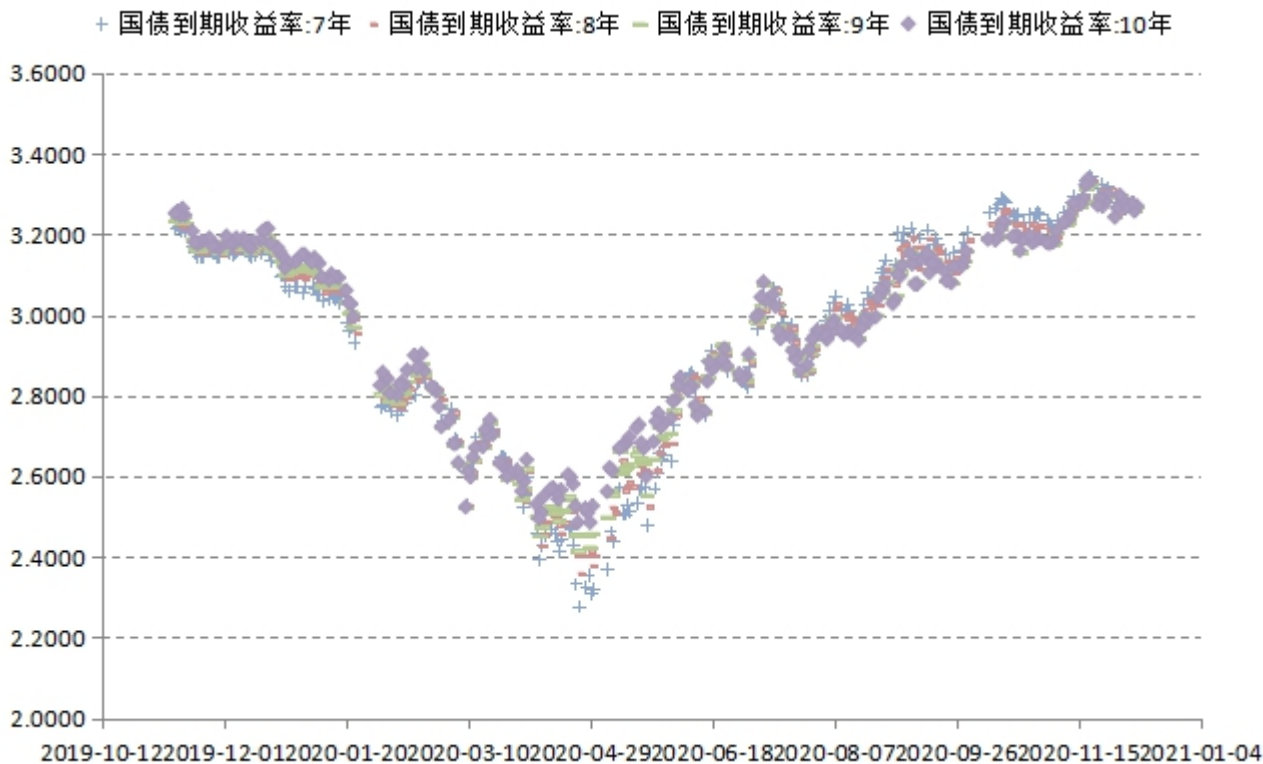
数据来源: wind 国信期货

图 20: 国债到期收益率（中证报价）



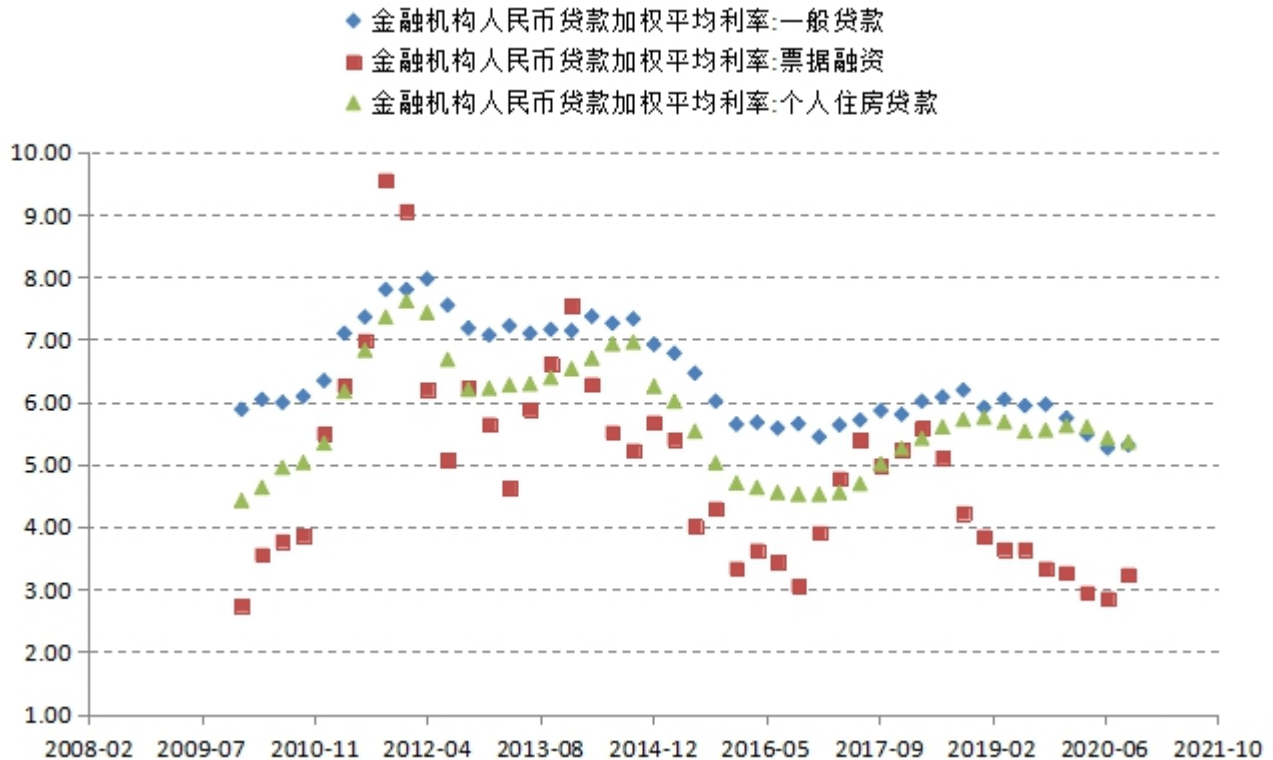
数据来源: wind 国信期货

图 21: 国债到期收益率 (中证报价)



数据来源: wind 国信期货

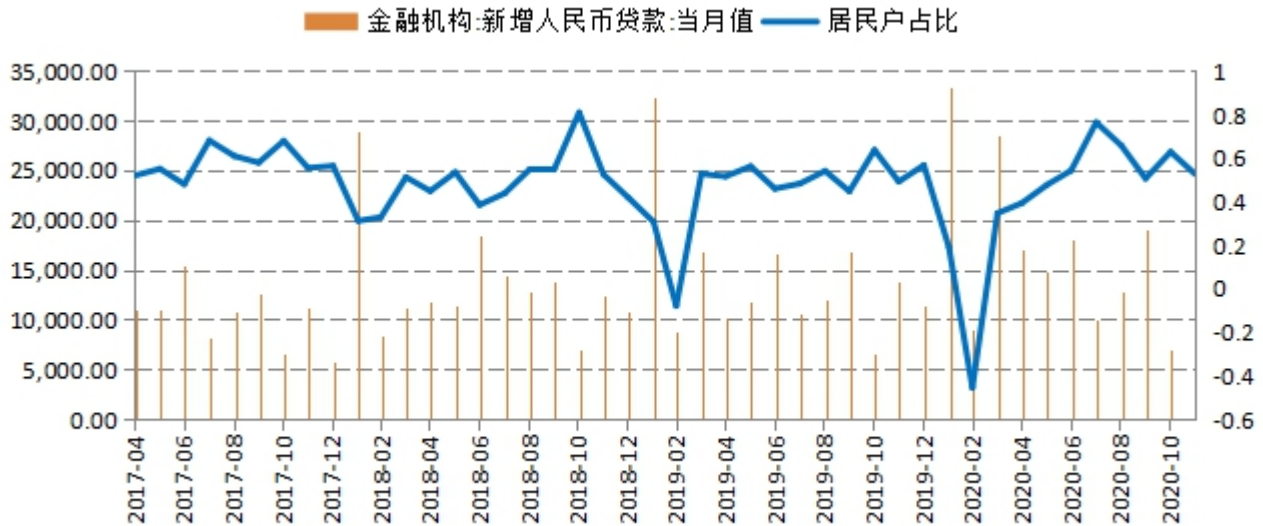
图 22: 金融机构加权平均利率



数据来源: wind 国信期货

疫情促使货币大规模投放, 正常情况下, 1 月份是季节性旺季, 新增人民币贷款 3.34 万亿。随着疫情发生, 政府(货币当局、财政当局)合理推动货币投放, 稳定经济。3 月份新增人民币贷款高达 2.85 万亿, 远超去年的 1.69 万亿。4、5、6 三月分为 1.7 万亿、1.48 万亿、1.81 万亿, 均远超去年同期。7 月份新增人民币贷款略低于 1 万亿, 到 9 月份新增人民币贷款突飞到 1.9 万亿, 10 月份由于长假因素低于 1 万亿, 11 月份高达 1.43 万亿。疫情后, 新增人民币贷款虽然 1 月份最大, 但是 3 月份仍是天量的投放。下半年虽然央行维持货币流动性, 新增人民币贷款均是远远超出去年同期。新增人民币贷款方向上, 2 月份疫情导致居民户整体上“归还贷款”为-45.63%, 3 月就恢复正常, 居民户占比回升到了 34.67%, 尤其是居民通过住房加杠杆的行为, 以及上半年部分城市房价快速上升, 7 月份居民户新增人民币贷款占比高达 76.33%。8 月份之后虽然会有所回落, 但是仅仅 9 月份为 51.35%, 其余月份均高于 60%, 居民加杠杆行为显著, 11 月份居民户占比仍高达 52%, 通过居民房地产信贷仍是新增人民币贷款的重要途径。

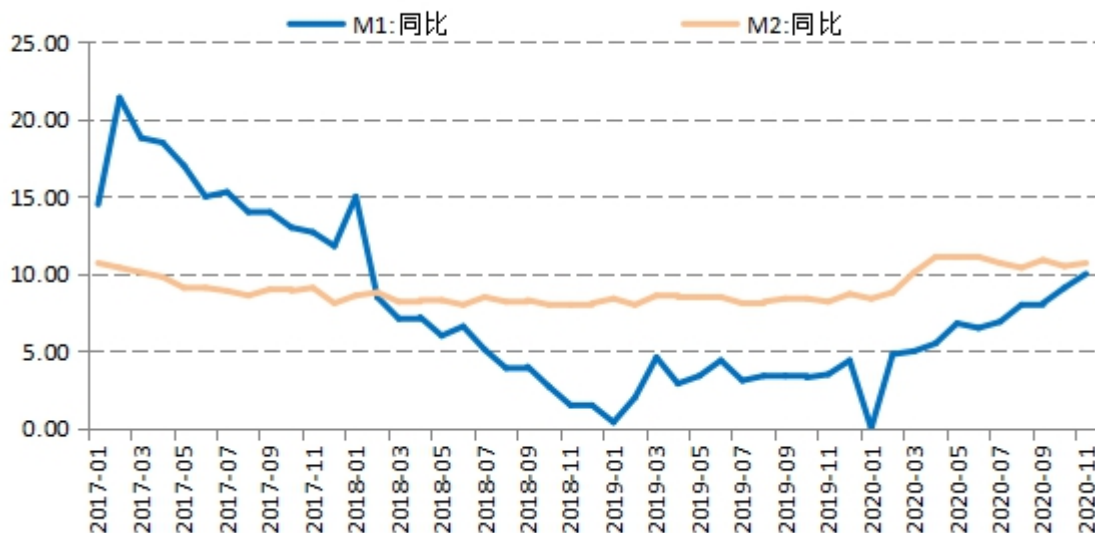
图 23: 居民新增人民币贷款



数据来源: wind 国信期货

2020年1月份货币投放仍属于正常，M2为8.4%，新冠疫情所有影响下，货币投放开始加大，2月份M2快速上升到了8.8%。3月份直接上升到了10.1%，在各种政策刺激的叠加下，4、5、6连续三个月M2为11.1%，7月份货币投放速度略有减少，下降到了10.7%，但是并未形成趋势，在9月份又反升到10.9%，10月份降低到了10.5%，11月份上升到了10.7%。疫情后无论是央行还是财政部门，都积极的推动货币投放以及货币流通，银行“保证”贷款正常化，以及“低利率”成为配合政府政策的合力。虽然央行在下半年货币态度方面，发生改变，保持“流动性充足”的态度，但是从实际货币速度来看，国内货币投放仍处于高速阶段。鉴于疫情的全球不同步性，不同国家的经济程度不同，国内“单方向转变利率”方向可能性较小，国内经济恢复良好，央行“货币投放”较为克制，短期内市场供求重心上移，明年第一季度货币投放速度仍然大概率在高速。

图 24: 货币口径

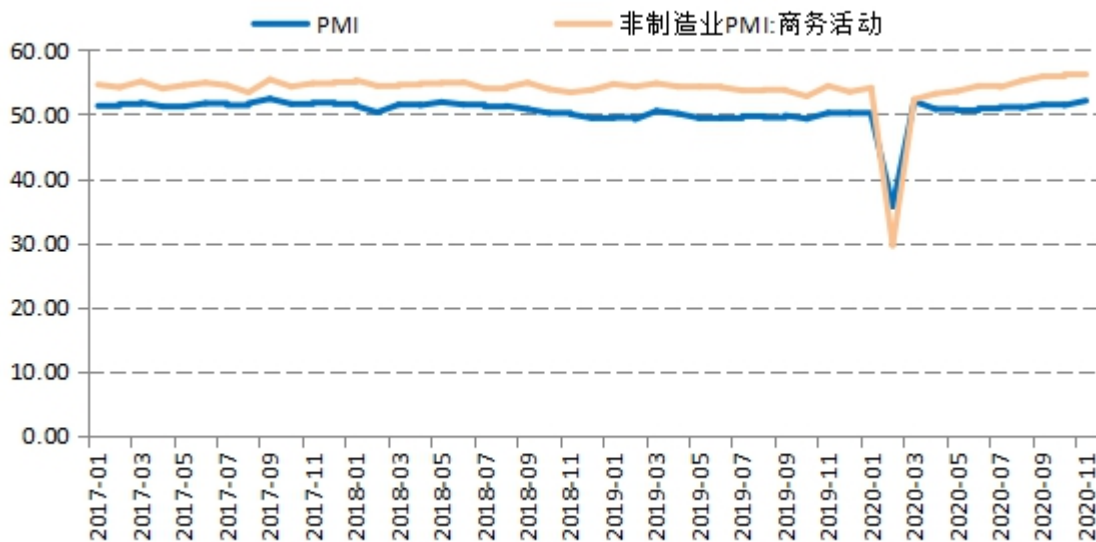


数据来源: wind 国信期货



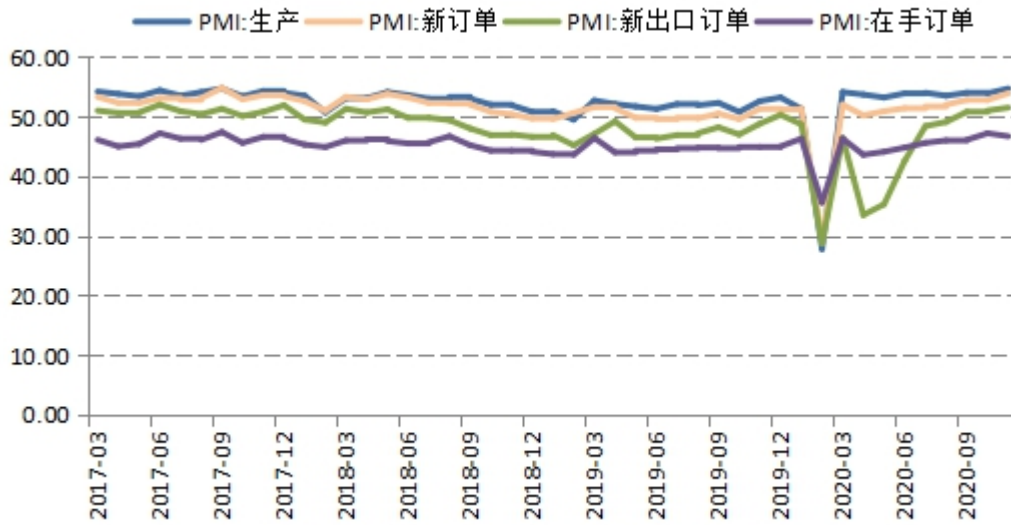
经济先行指标制造业 PMI 在 1 月份为 50, 处在分水岭。受到疫情影响, 2 月份制造业 PMI 大跌到 35.7, 在中国强管理下, 疫情控制的同时保持基本生产运行, 3 月份 PMI 快速转到 52, 4 月份为 50.8, 5 月份为 50.6, 连续三个月 PMI 均维持在扩张区。显示了国内经济已经从疫情的冲击中走出来。此后制造业 PMI 持续回升, 11 月份上升到了 52.1。从分项来看, 生产、新生产 PMI 均与 PMI 保持一致, 在 2 月份大幅下挫后, 快速回升, 生产 PMI 持续高升, 11 月份达到了 54.7。新生产 PMI 业高达 53.9, 国内经济增长良好。由于中外对疫情态度不同, 全球并不同步。出口影响显著, 新出口订单 PMI 在 4 月份再度出现回落状态, 5 月份之后, 随着国外疫情的适应, 出口持续回升, 9 月份, 新出口订单 PMI 上升到 50.8, 10 月 11 月持续上升。在手订单经过 2 月份大幅冲击后, 3 月份回归正常, 波动较小, 11 月份为 46.7。由于疫情的冲击具有短期性, 原材料 PMI 受到冲击影响相对较小, 2 月份最低为 33.9, 3 月份就回升到了 49, 此后基本上保持稳定, 11 月份为 48.6。疫情冲击后, 中国政府对就业更加看重, 对经济的波动容忍性较大。从业人员 PMI 在 2 月份冲击下为 31.8, 3 月份就转为 50.9, 4 月份 50.2, 此后虽然有所回落, 但是均在 49 之上, 11 月份从业人员 PMI 为 49.5, 制造业维持就业相比去年正常时期上升了一个点。

图 25: PMI



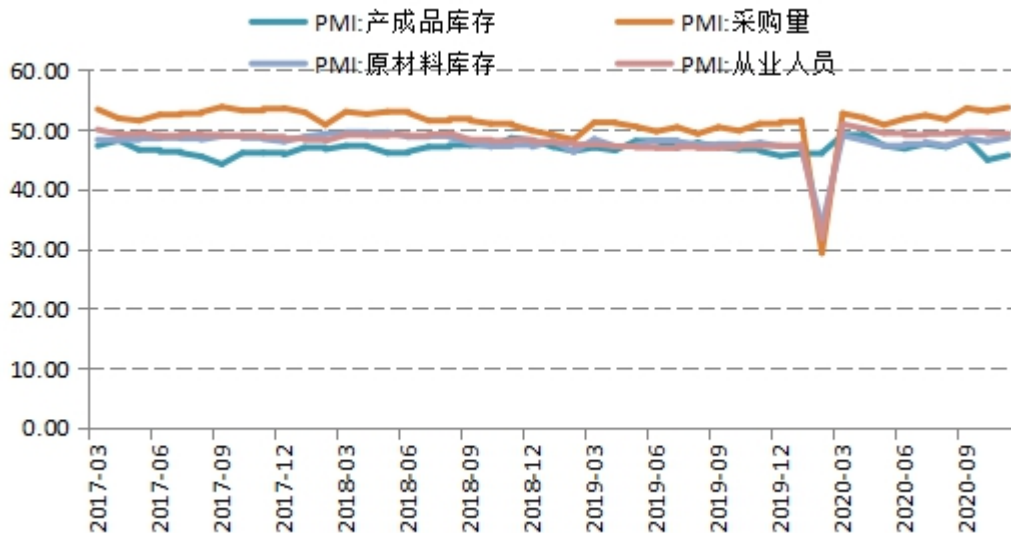
数据来源: wind 国信期货

图 26: PMI-分项 1



数据来源: wind 国信期货

图 27: PMI-分项 2

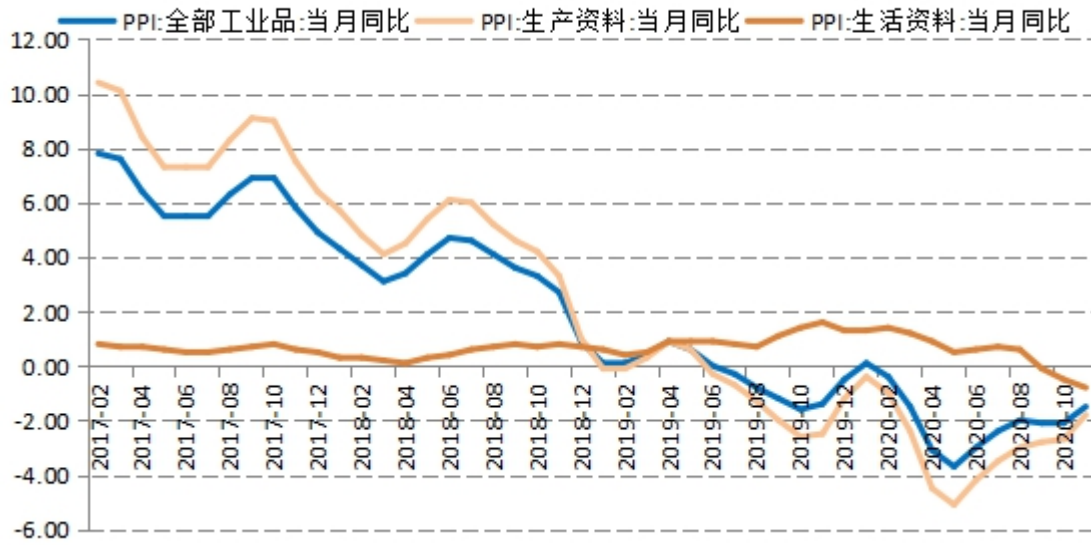


数据来源: wind 国信期货

从PPI来看,疫情对生产的影响要远远大于对生活的影响。从长周期来看,PPI在2019年已经呈现持续性下滑,工业品价格总体下行。受到疫情影响,2月份工业品PPI下降到了负值,5月份最低值-3.7%。此后有所回升,但是回升的幅度并不大,9、10月份保持-2.1%,11月份回升至-1.5%。其中生产资料价格影响较为显著,5月份最低为-5.1%,10月份回升至-2.7%,11月份为-1.8%。生产资料中,采掘业受到影响最重,5月份最低高达-14.8%,10月份回升至-5.1%,11月为-3.6%;原材料5月份最低为-9.9%,11月份回升至-4.2%;加工业影响较小,5月份最低为-2.4%,11月份为-0.8%。生活资料受到影响相对较小,2月份生活资料PPI为1.4%,此后也一直下行,9月份转为负值-0.1%,11月份为-0.8%。食品类PPI在2月份高达5.1%,此后食品类PPI逐步下降,11月份下降到了0.1%。衣着类、一般日用品以及耐用消费品均影响不大,衣着类、一般日用品PPI缓慢下滑。

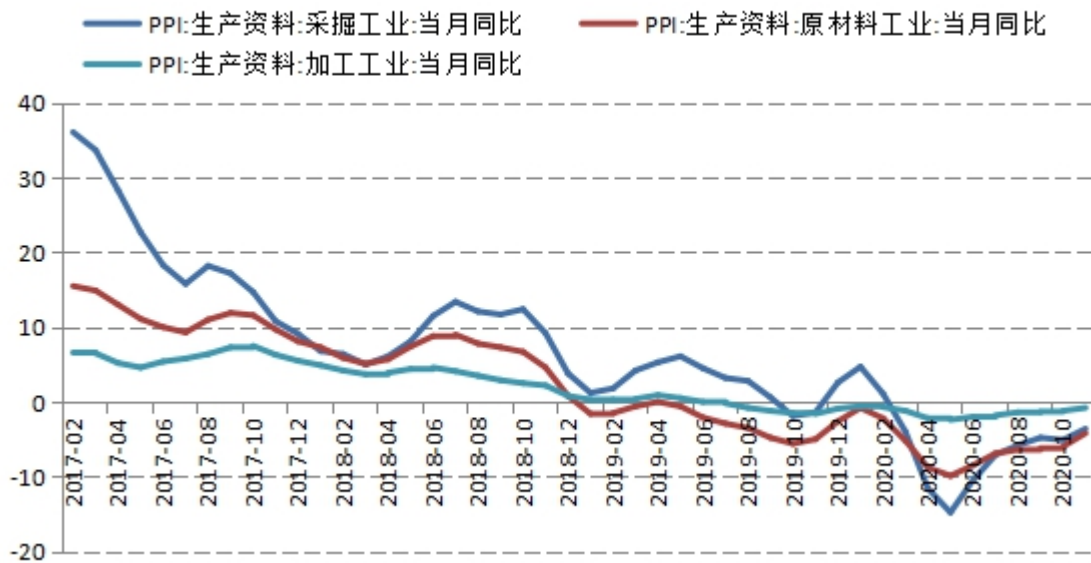


图 28: PPI



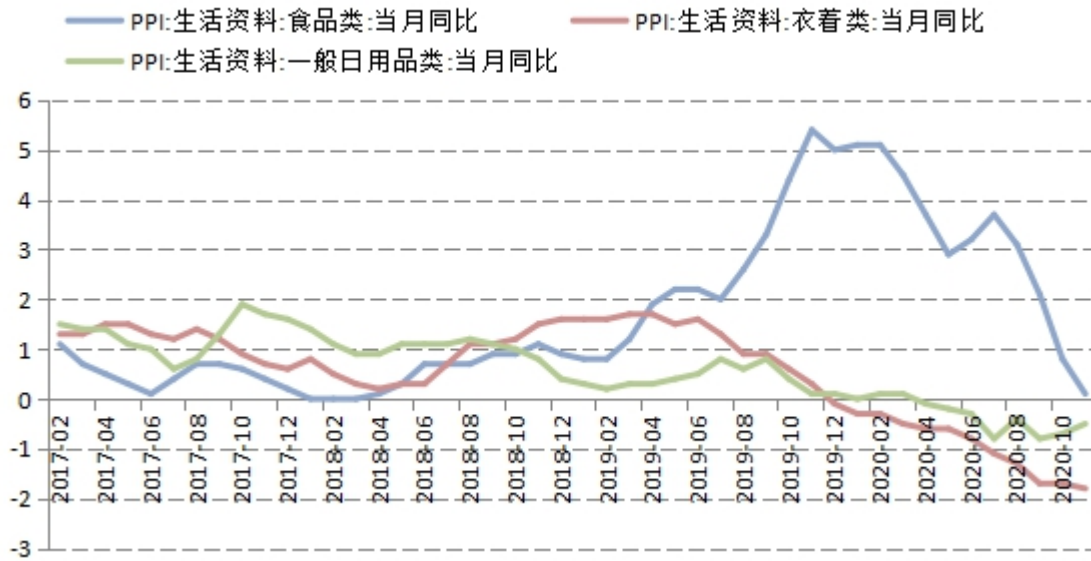
数据来源: wind 国信期货

图 29: PPI-生产资料



数据来源: wind 国信期货

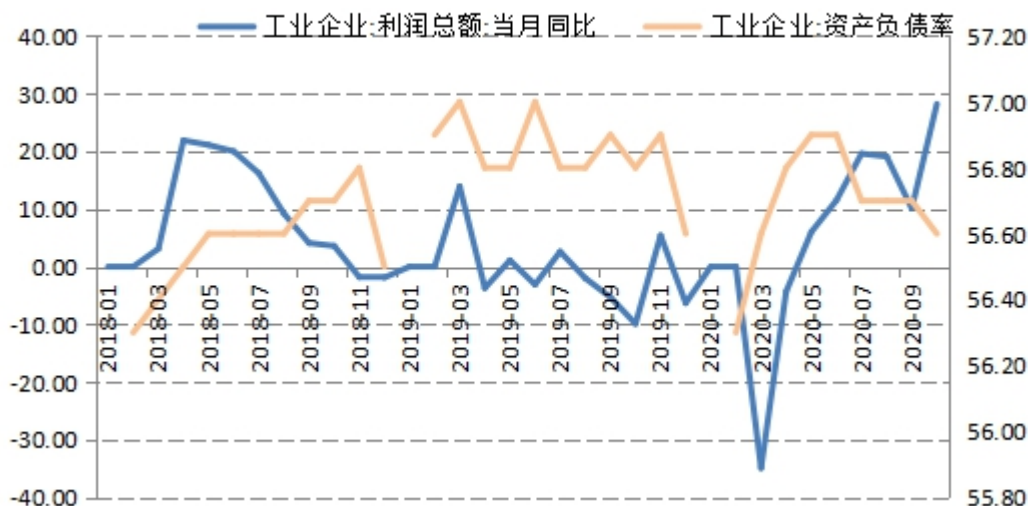
图 30: PPI-生活资料



数据来源: wind 国信期货

工业企业利润在 2020 年从低到高快速回升。受到疫情影响,工业企业利润总额当月同比大降 34.9%,4 月份就大幅回升到了-4.3%,5 月份快速转正 6%,7 月份同比大涨 19.6%,8 月份持续大增 19.1%,仅仅 9 月份同比降低到 10.1%,10 月份工业利率同比大增到 28.2%。疫情之后,国内经济迎来超级宽松的财政政策与货币政策,且货币流通速度较快,工业企业利润转为超高速增长增长。工业企业资产负债率冲高回落,受到疫情后影响,工业企业资产负债率在 5、6 月份达到全年的高点 56.9%,随着工业企业利润率持续升到,资产负债率转而下降,10 月份已经跌到 56.6%。

图 31: 工业企业利润总额



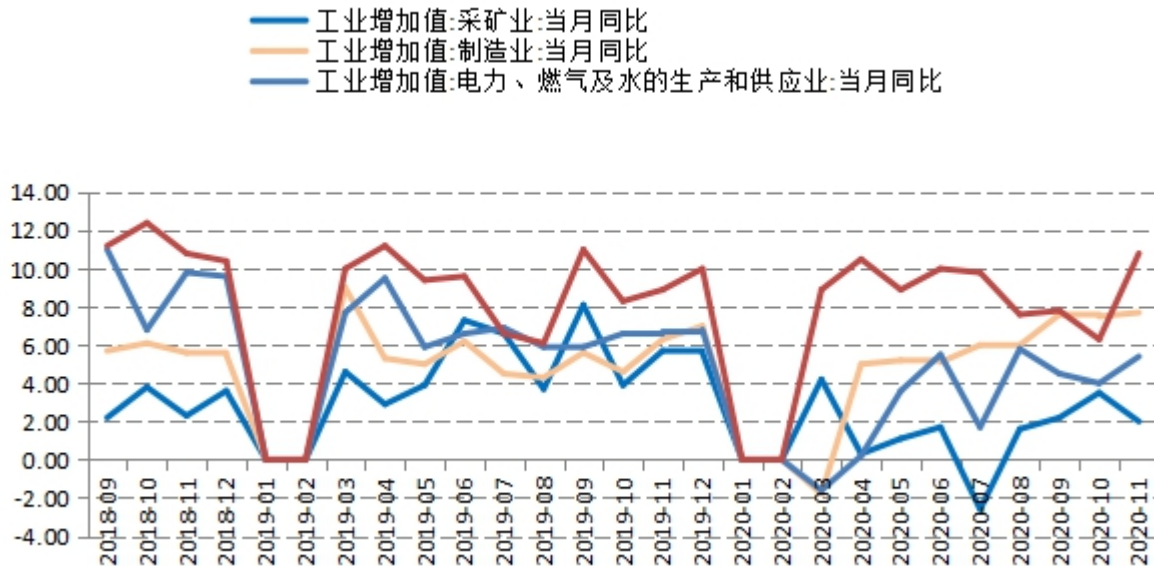
数据来源: wind 国信期货

工业增加值方面,分行业来看:采矿业波动较大,3 月份采矿业工业增加值同比 4.2%,4 月份降低到了 0.3%,此后有所回升,7 月份降低到-2.6%,8、9、10 逐步回升,10 月份回升到了 3.5%,11 月份有所回落 2%。由于中国疫情控制效果较好,制造业总体回升,4 月份同比 5%,10 月份上升到了 7.5%,11 月份



为 7.7%。电力、燃气水等公用事业相对稳定，并无显著的增长或者下降的趋势，受到疫情冲击后，5 月份就企稳为 3.6%，6 月份为 5.5%，7 月份降低至 1.7%，到了 10 月份回升到了 4%，11 月份回升到了 5.4%。高技术产业方面，疫情影响并不显著，3 月份为 8.9%，4 月份为 10.5%，5 月份略有回落，6 月份再度回升至 10%，下半年高技术产业增速有所回落，10 月份回落到了 6.3%，11 月份大幅增长为 10.8%。高技术产业在趋势上仍是超出传统行业。

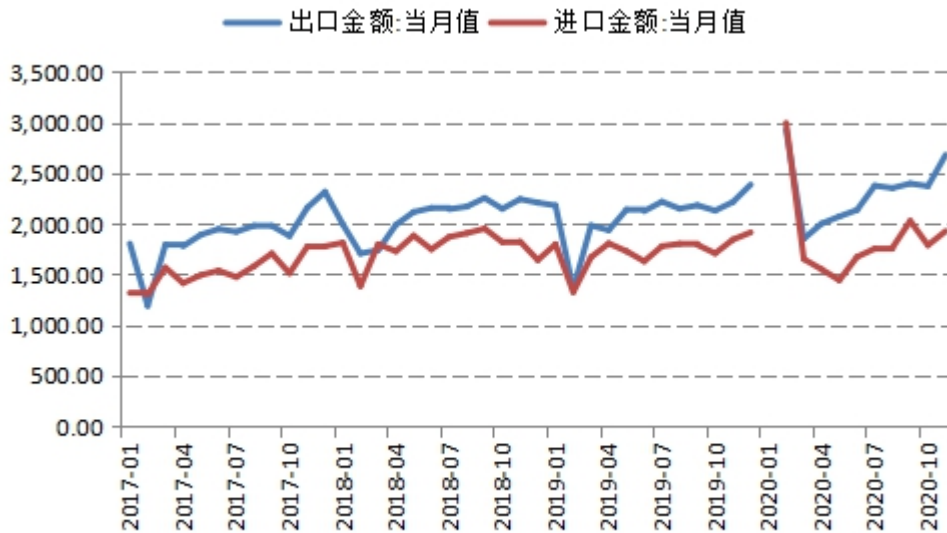
图 32：工业企业-资产属性



数据来源：wind 国信期货

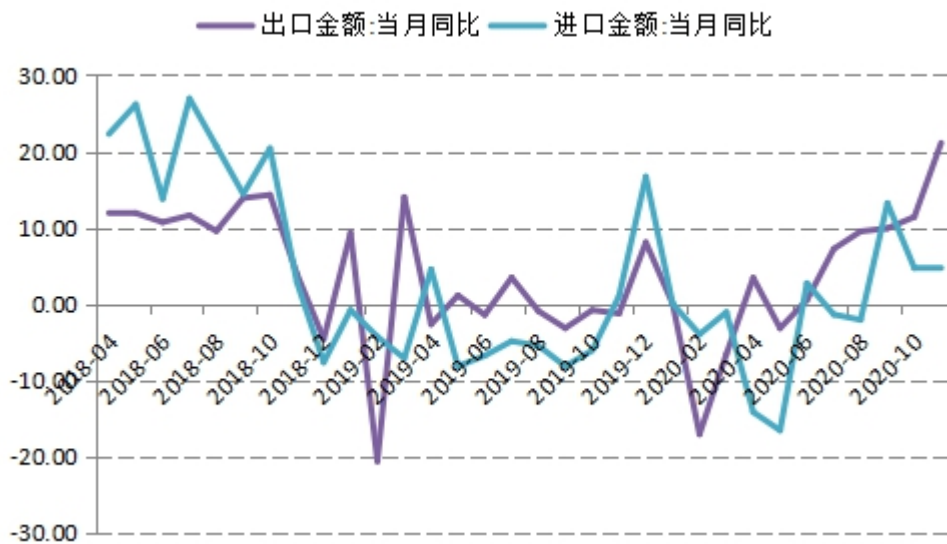
2020 年初的新冠疫情改变了经济行为，国内严格的防控措施下，生产严重限制。2 月份出口大幅下降 17.1%，3 月份下降 6%。但是随着国内防疫效果显著，国内企业率先恢复生产，4 月份出口大幅转正为 3.4%，随着海外疫情扩散，5 月份出口下挫为 -3.2%，但是国外生产抑制下，国内出口快速上升，6 月份转正 0.5%，11 月份出口同比高达 21.1%。充分显示了国内疫情控制效果下，供给能力。相比于进口，国内消费对海外恢复较弱（与海外生产能力以及防疫需求导致进口成本提高），4 月份进口同比下跌 14.2%，5 月份下跌 16.6%，此后进口保持小幅震荡水平。9 月份进口大增 13.2% 之后，10 月、11 月同比分别为 4.7%，4.5%。显示了国内对进口逐步呈现稳定状态。疫情刺激了国内进出口，整体上进出口均高于去年。

图 33：进出口



数据来源: wind 国信期货

图 34: 进出口



数据来源: wind 国信期货

五、供求边际转换 债扬股巨震

2020 年是一个外部事件冲击导致的影响深远的年份,新冠疫情改变了人类的“社交”方式,疏远了人类的“社交距离”。衍生一系列社会生活方式的改变,而这个改变目前来看,仍有可能延续。各国对疫情的控制程度不同,导致了各国之间的不同步,全球之间的交往迟迟无法恢复正常。虽然目前有疫苗“乐



观”，但是远远达不到全球所需。预期明年全球仍然将在疫情环境下，全球的交往难以恢复正常。

国内方面，中国对疫情采取严格的控制措施，从“人”的距离这种根源性出发，有效阻止了病毒传播。从而快速恢复人类交往活动，经济活动也迅速恢复。一方面国内经济恢复良好，国内经济快速进入正循环，另一方面，国外的疫情导致其“供给能力”大大减弱，中国出口预期浓厚。从经济层面上，2021年，国内经济增速将会有可观的增长（市场预期第一季度将会有较大的增幅）。政策层面，国内货币政策总体上遵循“逆周期”调节的原则，在经济“悲观”时期“刺激”，在经济“火热”时期“降温”。

货币政策层面，2020年上半年央行的货币政策特别积极，降息、降准，以及调整超额准备金率等多重手段促进货币投放。下半年央行的货币投放措施，仅限于公开市场操作等常规性的货币调节手段，从积极的货币投放转向为“充足流动性”。2021年，如果第一季度经济远超市场预期，达到“火热”角度，不排除央行在货币政策方面出现更进一步收紧状态。但是从全球经济复苏来看，全球经济依旧持续受到新冠疫情威胁，美国将会持续宽松货币环境，均制约国内央行的货币措施。预期央行的货币措施，是呈现边际收紧状况，而非收紧。货币环境将会呈现紧货币，宽信用局面，市场实际利率将会继续下行。

股票注册制有望在2021年全面推广，主板注册制改革将会快速增加市场供给。2020年由于新冠疫情导致“热点活跃股”以及“货币刺激”双重作用下，股市整体上大幅上涨，但是随着2021年国内经济向好预期，货币政策向边际收紧改变。市场对“注册制”的供给压力将会凸显。在“企业质量”方面，企业优胜劣汰将会是一个长期过程，短期内市场主要仍是“估值情绪”。股市的供求逻辑在2021年发生边际转变，大大对冲“优选”股票对指数的贡献。

外部不确定方面：美国新总统拜登上台，对中国的方式将会与特朗普不同，中美可能重新适应新环境。疫情方面，由于每个国家的疫情控制不同，且疫苗的“普遍性”以及“预防能力”能否达到人类活动保证正常水平存在巨大不确定性。这是明年资本市场最大的风险。

三大股指在行业分布方面，上证50成分中，非银金融（保险证券）占比高达26.7%。由于注册制改革以及货币宽松流动性，券商板块跟“股市行情”形成顺周期叠加效应，2020年大幅上涨。2021年有望全面注册制，对证券仍是利好，促进证券进一步发展。受到疫情影响，银行由于政策原因“向其他行业让利”，2020年银行大规模放贷，而经济的复苏存在较大的不确定性，银行不良贷款率有望增加，银行转为中性。受到采集影响，大大对冲了医药需求的利好，医药生物转为中性。国内疫情控制效果显著，休闲服务预期2021年维持稳定。在房住不炒的大理念下，房地产以及相关产业保持悲观看法。由于IH权重较为集中在金融，上证50行业评分45.7，整体上2021年对IH仍保持乐观。

沪深300主要成分中，2020年由于非银金融大涨，非银金融占比15.9%，银行占比13.1%，食品饮料12.3%，银行权重已经与食品饮料相差不大。受益于国内资金偏好“大消费”，食品饮料继续保持乐观看法（注：2020年白酒板块大涨，2021年幅度可能变弱）。电子行业由于集中效应，沪深300电子板块维持乐观。新能源车替换需求加速，疫情后国家促进消费，汽车保持乐观。银行、医药生物、家用电器、电器设备、交通运输维持中性，房地产相关行情悲观，沪深300行业总体平分35.7，IF乐观。

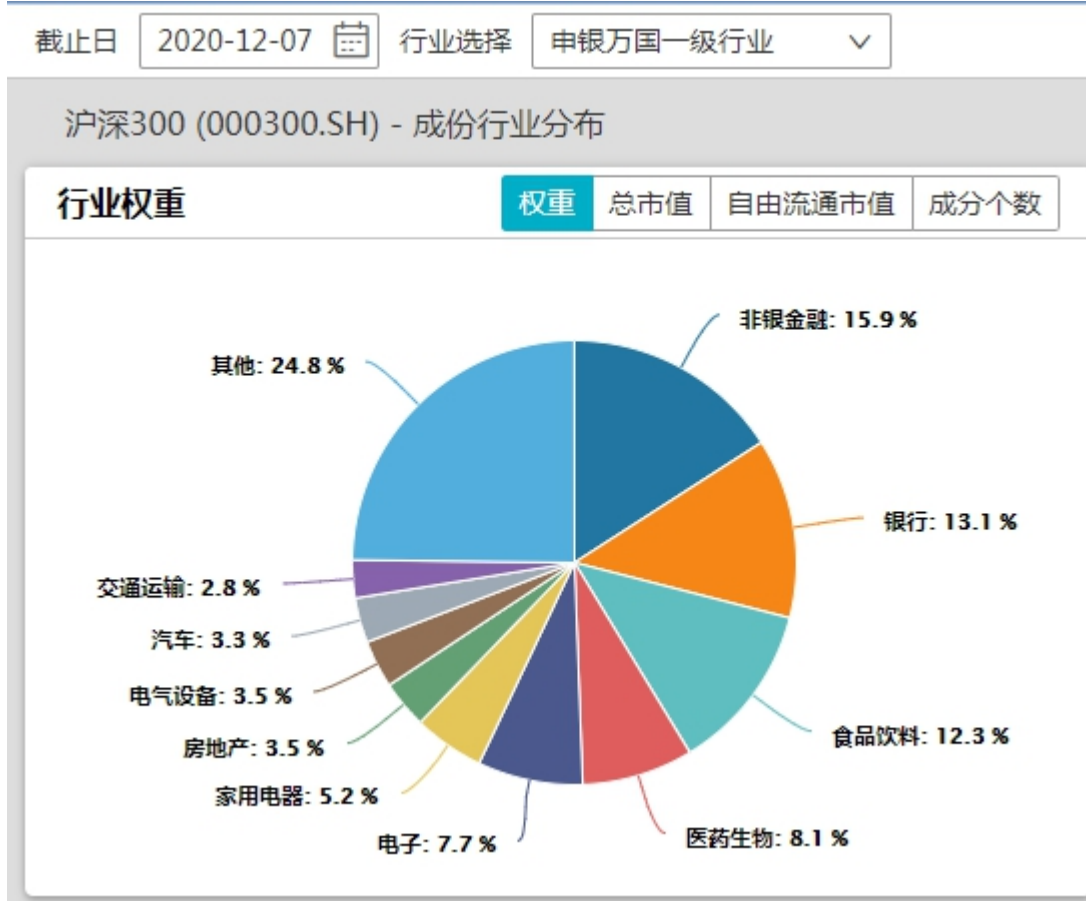
中证500方面，医药板块占比较重为13.3%，化工、有色金融、非银金融、汽车、机械设备板块保持乐观，但是乐观的行业合计占比并不大，合计25.7%。受到疫情的持续影响，传媒板块仍维持悲观看法，由于注册制推进，2021年新增股票数将会大幅增加，与中证500的中小盘形成吸金关系，可能拖累中证500的业绩估值。大部分板块维持中性。总体评分21.2，略有乐观。

利率方面，2021央行货币政策可能延续紧货币，宽信用的组合。2020年疫情期间投放货币力度较大，



政策较猛，由于中国疫情控制效果显著，经济恢复良好，导致疫情的超常规的货币措施“远超”实体经济所需，需要紧货币防止“资产泡沫”。同时由于经济复苏与全球并不同步，疫情影响具有持续性，需要“低利率”的流动性充裕环境，中长期来看，实际利率有望维持低位，国债中长期看多。

图 35：沪深 300 行业权重（申万一级 2020 年 12 月 7 日）



数据来源：wind 国信期货

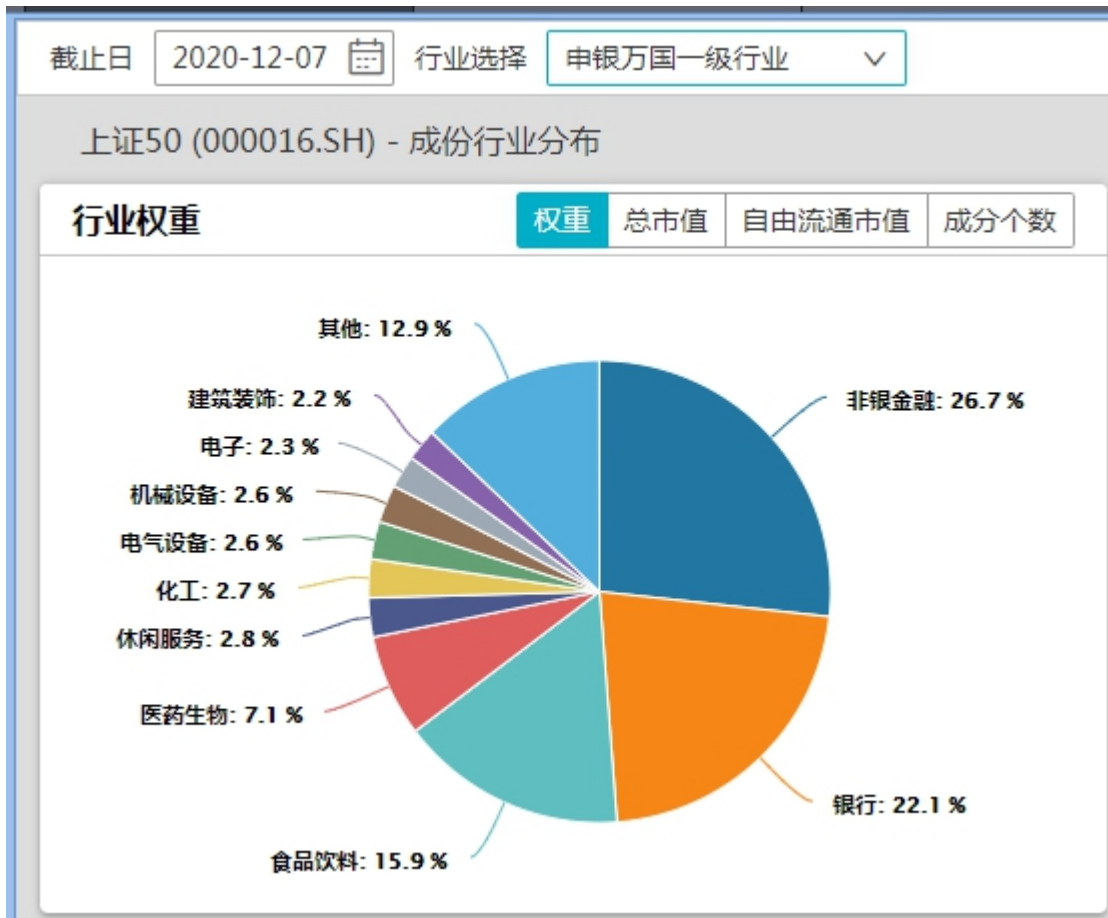
表 1：沪深 300 行业权重评级（申万一级 2020 年 12 月 7 日）

| 行业名称 | 权重 | 态度 | 权重态度调整 |
|------|---------|----|--------|
| 非银金融 | 15.90% | 乐观 | 15.90 |
| 银行 | 13.10% | 中性 | 0.00 |
| 食品饮料 | 12.30% | 乐观 | 12.30 |
| 医药生物 | 8.10% | 中性 | 0.00 |
| 电子 | 7.70% | 乐观 | 7.70 |
| 家用电器 | 5.20% | 中性 | 0.00 |
| 房地产 | 3.50% | 悲观 | -3.50 |
| 电器设备 | 3.50% | 中性 | 0.00 |
| 汽车 | 3.30% | 乐观 | 3.30 |
| 交通运输 | 2.80% | 中性 | 0.00 |
| 其他 | 24.80% | 中性 | 0.00 |
| 合计 | 100.20% | | 35.70 |



数据来源: wind 国信期货

图 36: 上证 50 行业权重 (申万一级 2020 年 12 月 7 日)



数据来源: wind 国信期货

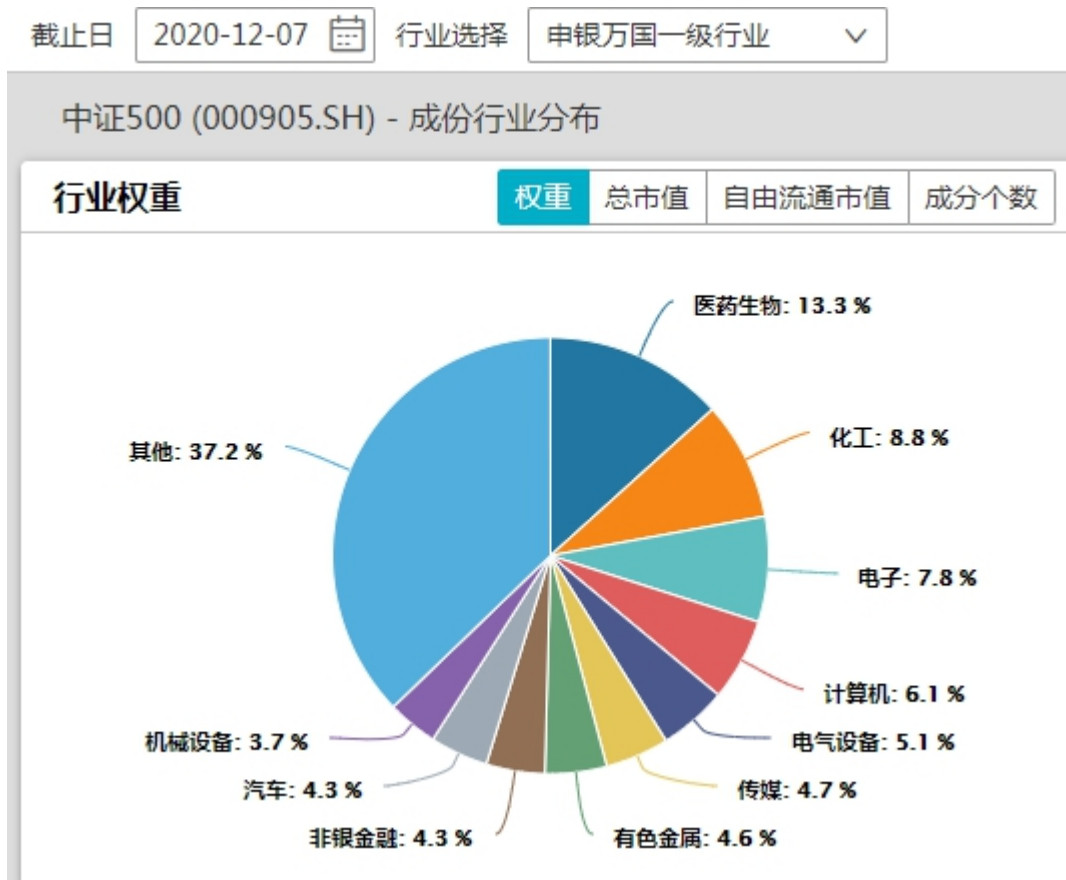
表 2: 上证 50 行业权重评级 (申万一级 2020 年 12 月 7 日)

| 行业名称 | 权重 | 态度 | 权重态度调整 |
|------|--------|----|--------|
| 非银金融 | 26.70% | 乐观 | 26.70 |
| 银行 | 22.10% | 中性 | 0.00 |
| 食品饮料 | 15.90% | 乐观 | 15.90 |
| 医药生物 | 7.10% | 中性 | 0.00 |
| 休闲服务 | 2.80% | 中性 | 0.00 |
| 化工 | 2.70% | 乐观 | 2.70 |
| 电器设备 | 2.60% | 中性 | 0.00 |
| 机械设备 | 2.60% | 乐观 | 2.60 |
| 电子 | 2.30% | 中兴 | 0.00 |
| 建筑装饰 | 2.20% | 悲观 | -2.20 |
| 其它 | 12.90% | 中性 | 0.00 |
| 合计 | 99.90% | | 45.70 |

数据来源: wind 国信期货



图 37：中证 500 行业权重（申万一级 2020 年 12 月 7 日）



数据来源：wind 国信期货

表 3：中证 500 行业权重评级（申万一级 2020 年 12 月 7 日）

| 行业名称 | 权重 | 态度 | 权重态度调整 |
|------|--------|----|--------|
| 医药生物 | 13.30% | 中性 | 0.00 |
| 化工 | 8.80% | 乐观 | 8.80 |
| 电子 | 7.80% | 中性 | 0.00 |
| 计算机 | 6.10% | 中性 | 0.00 |
| 电气设备 | 5.10% | 中性 | 0.00 |
| 传媒 | 4.70% | 悲观 | -4.70 |
| 有色金属 | 4.60% | 乐观 | 4.60 |
| 非银金融 | 4.30% | 乐观 | 4.30 |
| 汽车 | 4.30% | 乐观 | 4.30 |
| 机械设备 | 3.70% | 乐观 | 3.90 |
| 其它 | 37.20% | 中性 | 0.00 |
| 合计 | 99.90% | | 21.20 |

数据来源：wind 国信期货



重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。